أسواق الأوراق المالية
بين دورها التنموي والإنمائي
مع التطبيق على الاقتصاد الليبي

أ.د/ فخري الدين الفقي

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة

أ.د/ محمد محمود وفاء

عضو الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية

أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والانمائى مع التطبيق على الاقتصاد الليبى

أ.د / فخرى الدين الفقى – كلية الاقتصاد و العلوم السياسية . جامعة القاهرة

أ / محمود محمد وفاء – عضو الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية

محتوى البحث

أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والانمائي مع التطبيق على الجماهيرية الليبية

مقدمة:

تقوم فكرة هذا البحث على أهمية التمييز بين **الدورالتنموي** و**الدور الانمائي** لأسواق الأوراق المالية, أى دورها فى تسريع عملية التنمية الاقتصادية مقاسة بمعدل النمو فى الدخل الحقيقى للفرد وذلك من خلال مساهمتها فى إستكمال البنية المؤسسية والتشريعية والبشرية وإعادة هيكلة البنية الاقتصادية والاجتماعية فى الدول النامية (الاقتصادات الناشئة) **والدور الانمائي** لها فى الدول المتقدمة (الاقتصادات الناضجة) الذي ينصب على تحقيق أعلى معدلات نمو حقيقية من خلال التشغيل الكامل لهياكلها الانتاجية المتكاملة . ويعزى إهتمام الباحثين بهذه الفكرة الى أنه قد لوحظ مؤخرا أن كثيرا من الأدبيات التى تناولت هذا الموضوع فى الدول النامية لم تعر هذه التفرقة الإهتمام الواجب بالاضافة الى عدم الالتفات لأهمية إزالة اللبس بين المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا الموضوع .

إن كثيرا من الأدبيات التى تناولت هذا الموضوع خلصت إلى نتيجة هامة مفادها أن لأسواق الأوراق المالية دورا إنمائيا إيجابيا فى كل من الدول النامية والدول المتقدمة لكن مايعنينا فى هذا البحث هو إبراز ماإذا كان لهذه الأسواق دورتنموي أم لا ؟ أى هل لها دور فى تسريع عملية التنمية الاقتصادية ؟ إننا نبحث فيما هو أعمق من ذلك الدور الأنمائى لهذه الأسواق إلى الدور ذي التوجه الشامل أى ذي البعد الاقتصادى والاجتماعى بالدول النامية ، بمعنى آخرنتساءل عن كيف تساهم أسواق الأوراق المالية المتكاملة فى تحقيق **التنمية المستدامة** بمفهومها الشامل فى الأدب الاقتصادى المعاصر.

وعموما ، تمثل أسواق الأوراق المالية إحدى الركائز الهامة في النظم المالية الحديثة التي تعد حجر الزاوية فى عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية . لقد أثارت هذه القضية إهتمام الأكاديميين والممارسين فى هذا الحقل بدرجة أثرت معها الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية التى تناولت هذا الموضوع الحيوي .ولقد خلصت هذه الدراسات إلى أن طبيعة العلاقة بين أسواق المال والتنمية الاقتصادية هي علاقة تبادلية تبدى آثارها من خلال أدوات عديدة كأدوات السياسة الاقتصادية ،وأساليب معالجة التضخم والتشوهات السعرية بما فيها كل من سعرى الفائدة و الصرف الأجنبى،وسياسات تحفيز جهود إعادة الهيكلة و التحرير الاقتصادي وزيادة مساهمة القطاع الخاص فى الناتج المحلي الإجمالي وعلى الأخص فى قطاعي الصناعة والتكنولوجية .

وعليه، تركز هذه الدراسة على بيان وتحليل أثرتنمية أسواق الأوراق المالية على تفعيل الدور التشابكي لهذه السياسات والمتغيرات الاقتصادية ومن ثم إبراز مساهمتها فى تسريع عجلة التنمية الاقتصادية فى الدول النامية مقاسة بمعدلات النمو فى الدخل الحقيقي للفرد ، وتخلص الدراسة إلى نتيجة هامة مفادها أن أسواق الأوراق المالية تؤثر بقدر ملحوظ فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية فى الدول النامية .وعليه يكون البحث عن الملامح الأساسية لشكل وطبيعة هذا الدور خطوة هامة على طريق تحقيق التنمية الاقتصادية فى الدول النامية .

لفد حققت أسواق الأوراق المالية تطورا هاما وكبيرا خلال العشر سنوات الأخيرة . فقد إرتفعت قيمة الأسهم المسجلة فى البورصات العالمية من 4.7 تريليون إلى 15,2 تريليون خلال الفترة 1995 -2005 , و فى نفس الوقت إرتفعت نسبة قيمة الأسهم المسجلة فى الأسواق الناشئة من 4% إلى 13%. من إجمالي قيمة الأسهم العالمية. كما قفزت قيمة التداول فى هذه الأسواق من3% من القيمة الاجمالية فى أسواق الأوراق المالية العالمية إلى 17% خلال نفس الفترة (Amartya Sen , 2006)

ولقد لعبت أسواق الأوراق المالية فى الدول النامية دورا بارزا فى جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية فى السنوات الأخيرة , إلا أن ذلك يثير تساؤلات هامة حول مدى جدوى هذه الاستثمارات فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية فى الدول النامية، أى هل لهذه الأسواق دور إيجابي فى إعادة هيكلة و,استكمال البنية الاقتصادية لهذه الدول بحيث تمكنها من تحقيق معدلات نمو حقيقية عالية وذاتية الحركة . كما تثير أيضا تساؤلات عديدة حول الكيفية التى يتم بها هذا التاثير وتلك القنوات التى يتم من خلالها إحداث هذا التاثير . هذا إلى جانب بيان كيفية تعظيم العائد من هذا الأداء المتميز لتلك الأسواق فى االدول النامية .

وعليه ، تتمثل مشكلة الدراسة في محاولة الاجابة على سؤال هام يتعلق بهل ان قيام سوق للأوراق المالية فى الدول النامية يمكن أن يكون له دور إيجابي في دعم عملية التنمية الاقتصادية ؟ وهل يمكن أن يتحقق هذا الدور فى الاقتصاد الليبى ؟ لذا فان هذه **الدراسة تهدف** إلي إلقاء الضوء علي العلاقة بين أداء أسواق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية،وتحليل هذه العلاقة من خلال الاستعانة ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في قياس النمو الاقتصادي ومعرفة أثارها علي عملية التنمية الاقتصادية .

تقوم الدراسة علي **فرضية** مفادها،أن لسوق الأوراق المالية آثارا إيجابية علي عملية التنمية الاقتصادية ومن ثم النمو الاقتصادي فى الدول النامية ،ولتحقيق الهدف من هذه الدراسة استخدم الباحثان **منهج التحليلى الاستنباطى على مرحلتين الأولى** تستند إلى تحليل نظري للأدبيات التى تناولت هذا الموضوع ومعرفة مدى توافقها مع النتائج التى خلصت إليها الدراسات التطبيقية فى هذا المجال خصوصا التي أجريت علي أسواق الأوراق المالية في الدول النامية . **والثانية أستنباطية** ، وتتلخص فى محاولة توقع الدور التنموي الذى يمكن ان تلعبه إقامة سوق للأوراق المالية فى ليبيا ،كاحدى الدول النامية، ومعرفة ما إذا كان هذا التوقع يتماشى مع ما يسمى بمنهج التنمية المالية المؤدى للنموالاقتصادي (Finance-led Development) ، أى هل سيكون لانشاء وتطوير سوق الأوراق المالية الليبية تأثيرإيجابي علي عملية التنمية الاقتصادية.فى ليبيا ؟ ولتحقيق **الهدف من هذه الدراسة** ، فقد تم **تقسيمها إلى ثلاثة أقسام رئيسية : القسم الأول** يتناول لمحة نظرية عن مكونات النظام المالي لأى دولة مع التمييز بين مفهومى النمو والتنمية الاقتصادية . **والقسم الثاني** ، يلقى الضوء على الدور الذى يمكن ان تلعبة أسواق الآوراق المالية فى تحقيق النمو الآقتصادي الحقيقي الناتج عن إحداث عملية إقتصادية على صعيد كل من الدراسات الأكاديمية و التطبيقية . وأخيرا يحاول الباحثان فى **قسم ثالث** إستشراف الدور المتوقع لسوق الآوراق المالية الليبي فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية فى ليبيا . وتختتم الدراسة بعرض **لأهم النتائج والتوصيات** المتعلقة بهذا الموضوع .

مسح للأدبيات و الدراسات السابقة فى هذا المجال

يوجد ثلاث مناهج لتناول العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية ، الأول ، يسمى بمنهج التنمية المالية المؤدي للتنمية الاقتصادية (Finance-led Dvelopment) والثانى ، يعرف بمنهج التنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية (Development-led finance) والثالث يسمى بمنهج التغذية العكسية أوالتبادلية (Feedback Approach)

المنهج الأول : التنمية المالية المؤدية للتنمية الاقتصادية ، وهوالمنهج الذي ساد خلال الثلاين عاما الماضية ، ولكن دون إلقاء الضوء على الدور الذى يمكن أن تلعبه أسواق الأوراق المالية فى تحفيز التنمية الاقتصادية, فتنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة سيولتها كما هو الحال فى العديد من الأسواق الناشئة لاشك فى إنه سيساهم فى زيادة كفاءة الجهاز المصرفي ومن ثم زيادة فاعلية كل من الوساطة المالية المباشرة وغير المباشرة فى توفير التمويل طويل الأجل اللازم لكل من الاستثمارات التقليدية والاستثمارات عالية التقنية و المخاطر المحفزة لعملية التنمية الاقتصادية . وعموما فان من أهم الأدبيات التى تناولت هذا الموضوع حديثا تلك التى أجراها ليفن (Levine, 1997) والتى بدأت جذورها منذ أوائل القرن الماضى مع كتابات شومبيتر فى العلاقة بين نمو القطاع المالي والنمو الاقتصادي طويل الأجل (Schumpeter, 1912) .

المنهج الثانى :المعروف بالتنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية ، فعلى النقيض من المنهج السابق ، يشيرهذا المنهج إلى أن التنمية الاقتصادية وما يصاحبها من معدلات عالية من النمو الإقتصادى الحقيقى سوف تخلق طلبا على العديد من الخدمات والأدوات والترتيبات المالية التى سوف تتطلب تطويرا للبنية الأساسية للنظام المالى للدولة بكل مكوناته بما فيها سوق الأوراق المالية . ولقد تناولت هذا الموضوع العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية التى من أهمها الدراسات التى قام بها قديما الاقتصادي روبنسن Robinson (1952) وحديثا الاقتصادي رومر (1990) Romer والاقتصادى ليفن . (1997) Levine والاقتصادى كباسو Capasso (2006)

المنهج الثالث : منهج التغذية العكسية أو التبادلية. مؤداه أن كل من التنمية المالية و التنمية الاقتصادية لهما تأثيرات متبادلة على بعضهما البعض. فالدولة التى لديها نظام مالي متطور تستطيع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة ناجمة عن التغيرات الهيكلية المصاحبة وذلك من خلال توفير المنتجات عالية التقنية وتمويل الابتكارات القابلة للتطبيق وذلك كما أشار شومبيتر(Schumpeter, 1912) وأن التنمية الاقتصادية بدورها سوف تشكل طلبا متزايدا على الأدوات و الخدمات المالية وهكذا يستمر التأثير الايجابي والمتبادل بين كلا من المنظومتين . وحديثا قام كل من كنت وليفن وزيرفوس (Kunt , Levine and Zervos , 1995,1998) بعدة دراسات فى هذا الخصوص للتأكيد على الدور الايجابي المتبادل لأسواق االأوراق المالية و التنمية الاقتصادية لكونها تعمل على زيادة المدخرات وتخصيصها بكفاءة على كافة المجالات الاستثمارية المنتجة وإنعكاس ذلك على التنمية المالية .

وفى ضوء ما سبق فإن مناقشة فكرة العلاقة بين اسواق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي ليست جديدة ولكن الأراءالمتعلقة بطبيعة هذه العلاقة هى التى تتغير مع الزمن حيث ان الفكر الاقتصادي ظل يناقش قضية كيفية تدبيرالموارد المالية طويلة الأجل اللازمة لتمويل عملية التنمية الاقتصادية منذ زمن الفكر الكلاسيكي الذي ساد العالم فى فترة ما قبل الثلاثينات من القرن الماضى أي فترة ماقبل الكساد العظيم وبزوغ

الفكر الكينزي . إلا أن جورلى وشو Gurley and Shaw (1955) كانا من الأوائل الذين تناولا دراسة العلاقة بين الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي وخلصا إلى أن أحد الفروق بين الدول المتقدمة والدول النامية يتمثل فى مدى التقدم الهائل الدي طرأ على الأسواق المالية فى الدول المتقدمة والذي مكن مستثمريها من الحصول على التمويل الكافي وفى التوقيت المناسب للتوسع والنمو وتطوير الانتاجية وبالتالى المساهمة بصورة فاعلة فى عملية تنمية إقتصادات هذه الدول فى مراحلها الأولى.

إلا أن الدراسات التى أجريت فى هذا المجال فى فترة الخمسينات ومطلع الستينات إفتقرت إلى أقامة الدليل العملى على وجود علاقة سببية قوية بين درجة نمو وتطور أسواق الأوراق المالية من ناحية وبين معدلات التنمية الاقتصادية من ناحية أخرى إلى أن ظهرت دراسات جولدسميث Goldsmith (1969) وشو Shaw(1973) ومكانون McKinnon(1973) مع بداية فترة السبعينات وخلصت إلى وجود علاقة سببية قوية بين درجة تطور سوق الأوراق المالية ومعدل النمو فى مستوى الدخل الحقيقى للفرد لكونها تساهم فى زيادة الموارد المالية طويلة الأجل وتعمل على تعزيز كفاءة تخصيص هذه الموارد. كذلك لم تقتصر الدراسات على بيان دور أسواق الأوراق المالية على عملية التنمية الاقتصادية بل شملت أيضا إستكشاف تأثير باقى مكونات النظام المالى على تلك العملية. وفى هذا الخصوص، أجريت عدة دراسات تطبيقية حول تأثير تطور الجهاز المصرفي على عملية التنمية الاقتصادية ومن أهم هذه الدراسات تلك الدراسة التى قام بها كل من ستجلتز و وايس Stiglitz and Weiss (1981) وكذلك الدراسة التى قام بها كل من كباسو وبلاكبيرن Capasso and Blackburn (2005) وأخيرا المساهمات التى قدمها ليفن فى دراساته المتعددة حول هذا الموضوع ومنها دراسته الهامة التى قدها عام 1997عن مدى تأثير التطور على النمو والتنمية الاقتصادية Levine (1997) .

النظام المالي والتنمية والنمو الاقتصادي : خلفية نظرية

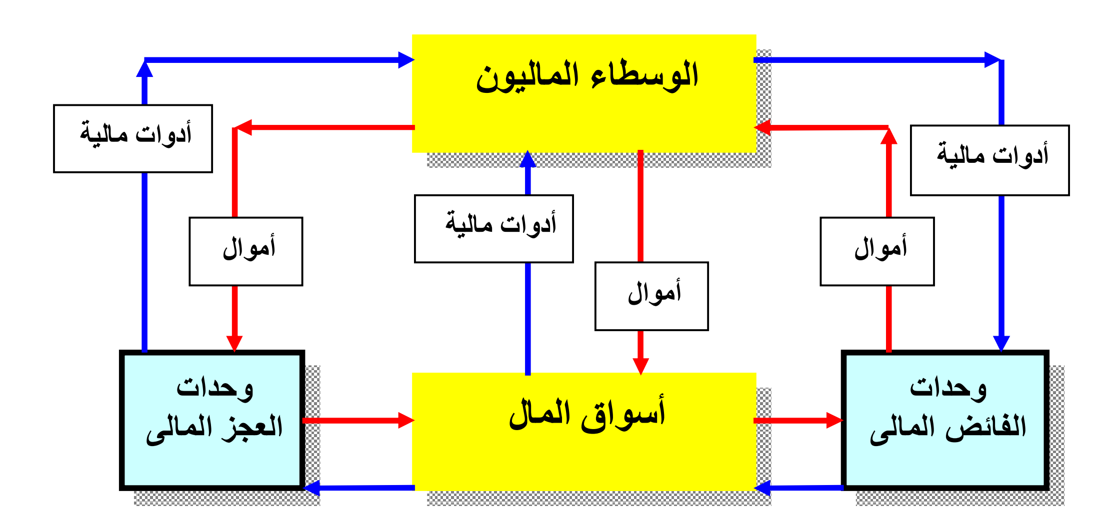
نستعرض فى هذا القسم مفهومين من المفاهيم الأساسية ، الأول يتعلق بالنظام المالى المكتمل والثانى يتناول قضية التمييز بين مفهومى التنمية والنمو الاقتصادى . فالنظام المالى المكتمل الجوانب والذى تسعى الدول النامية إلى بنائه وتطويره يعد مسألة هامة وحيوية بالنسبة لها فهو بمثابة القلب الذى يضخ الأموال (الدماء الاقتصادية) فى جميع شرايين الجسم الاقتصادى لتمكينه من النمو وتنمية قطاعاته المختلفة . ونظرا لكون سوق الأوراق المالية أحدى المكونات الهامة لهذا النظام فاننا سوف تلقى الضوء على دورها ليس فقط فى تحقيق النمو ولكن بالدرجة الأولى دورها فى أن يكون نموا أقتصاديا ذو جذور تنموية خاصة فى الدول النامية

أولا:النظام المالي (The Financial System): لمحة عن مكوناته الرئيسية:

للتعرف على دور سوق الأوراق المالية فى عملية التنمية الاقتصادية ، يكون من الطبيعى أن نلقى الضوء أولا على النظام المالي فى لمحة سريعة من حيث مكوناته الأساسية.

يتكون النظام المالي لأى دولة من أربعة مكونات رئيسية هى: وحدات الفائض والعجز المالي (Surplus & Deficit Units) ، والوسطاء الماليون (Financial Intermediaries) ، و أسواق المال (Financial Markets) ، والأدوات المالية (Financial Instruments)

شكل رقم (1)



1- وحدات الفائض والعجز الماليين : يقوم الوسيط المالي بتحويل ألاموال من وحدات الفائض المالي الى وحدات العجز المالي.ويقصد بوحدات الفائض المالي تلك الوحدات التى تكون إيراداتها أكبر من انفاقها وتضم هذه الوحات كل من القطاع العائلي (الأفراد) الذى غالبا مايكون ذو فائض مالي وكذا القطاع الحكومي عندما تحقق الميزانية فائضا وهى الحالة التى لاتوجد الا فى عدد محدود من الدول كدول مجلس التعاون الخليجى (المملكة العربية السعودية،الكويت،البحرين ،قطر،الامارات العربية المتحدة ، عمان) وبعض الدول

الأخرى كالمانيا واليابان ..إلخ. كما تضم أيضا كل من قطاع الأعمال والقطاع الخارجي عند تحقيقهما لفائض مالي. أما وحدات العجز المالي، فهى تلك الوحدات التى يكون إنفاقاتها أكبرمن إيراداتها.وتضم بالدرجة الأولى قطاع الأعمال (الخاص والعام) والقطاع الحكومي **وهما** غالبا ما يكونا من قطاعات العجز المالى ، أما القطاع الخارجي فيندرج كوحدة عجز مالي عندما يكون ميزان مدفوعات الدولة فى حالة عجز .

2- الوسطاء الماليون : وهى قنوات يتم من خلالها تحويل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي بهدف تشغيلها واستثمارها . وتنقسم الوساطة المالية إلى ، (1) وساطة مالية غيرمباشرة (Indirect Financial Intermediation) ، و تعني تقديم الفوائض المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي وذلك من خلال مؤسسات الوساطة المالية (مصرفية أوغيرمصرفية) في مقابل تقديم عائد مجزي لأصحاب هذه الفوائض المالية من خلال تحصيلها من وحدات العجزالمالي. (2) الوساطة المالية المباشرة (Direct Financial Intermediation): و تتم عن طريق التعامل المباشر بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي من خلال أسواق المال، كأن تقوم وحدات الفائض المالي بشراء الأوراق المالية (الأسهم و السندات) وخصم الأوراق التجارية التى تصدرها وحدات العجز المالي فى كل من أسواق راس المال وأسواق النقد .

ويمكن تصنيف الوسطاء الماليون إلى :الوسطاء الماليين المصرفيين (المؤسسات الإيداعية Depository Institutions) والوسطاء الماليين غير المصرفيين (المؤسسات غير الإيداعية Non-Depository Institutions) فالوسيط المالي المصرفي ، هى مؤسسة مالية مرخص لها من قبل البنك المركزي بقبول الودائع من وحدات الفائض المالي لتقوم بإقراضها لوحدات العجز المالي .وتنقسم بدورها إلى : بنوك تجارية Commercial Banks ، و بنوك ادخار و إستثمار Saving & Investment Banks ، و بنوك متخصصة Specialized Banks ، وإتحادات ائتمانية Credit Unions ،وأخيرا بنوك إسلامية Islamic Banks . أما الوسيط المالي غير المصرفي ، وهى مؤسسات مالية غيرمصرح لها بقبول الودائع و لكنها تقبل استقطاعات من وحدات الفائض المالي لتقوم بتحويلها إلى وحدات العجز المالي في كافة أنشطة الأعمال المتنوعة. **وتنقسم إلى :** شركات التأمين Insurance Companies ، و صناديق المعاشات Pension Funds ، و - شركات التمويل Finance Companies ، وشركات التمويل (الرهن) العقارى Real Estate Finance Companies (Mortgage)) ، وشركات التأجير التمويلي Financial Leasing Companies ، و شركات تكوين وإدارة المحافظ المالية Portfolio Management Companies ،وشركات الاستثمارInvestment Companies ، واخيرا صناديق الاستثمارMutual Funds

3 - الأسواق المالية Financial Markets ، **يمكن** تصنيف هذه الأسواق وفق معيار فترة الاستحقاق إلى سوق النقد؛ ويتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل و سوق رأس المال (الأوراق المالية)؛ ويتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل. وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن نظام للوساطة المالية المباشرة يتم بموجبها تبادل الأوراق المالية ذات فترات الاستحقاق متوسطة و طويلة الأجل (أسهم وسندات) بين البائعين والمشترين لهذه الأوراق المالية ، حيث يتم تداولها داخل البورصة عن طريق السماسرة أو شركات الوساطة فى الأوراق المالية ،وقد يتم تداولها خارج البورصة وتسمي بعملية التداول خارج المقصورة

ويطلق علي سوق الأوراق المالية اسم السوق الأولية إذا كان بائع الورقة المالية (السهم أو السند)هو مصدرها، بينما يطلق اسم السوق الثانوية عندما يتم التعامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين (حنفي2003).

4- أدوات أسواق المال (سوق النقد وسوق رأس المال): بداية يمكن إستعراض الأدوات المالية لسوق النقد) (Money Market من خلال تعريفنا لها بأنها السوق التى يتم فيها توفير السيولة لآجال قصيرة مقابل مبادلتها بأدوات مالية قصيرة الأجل، مثل: أذونات الخزانة Treasury Billsو شهادات الإيداعCertificates of Deposit ، وأوراق القبول المصرفيةBankers Acceptance ، واتفاقات إعادة الشراءRepurchase Agreements ، والاقتراض المصرفي البينى Central Inter-Bank Funds وأخيرا الأوراق التجارية commercial papers . وكلها بالطبع ليست محل إهتمامنا فى حيزهذا البحث ، وذلك لأن تركيزنا هنا ينصب على الأدوات المالية التى توفر السيولة لآجال طويلة من خلال سوق رأس المال (Capital Market) بشقيه الأولي والثانوي (سوق الأوراق المالية) وهى التى يتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، مثل:الأسهم Stocks،وسندات الحكومية المركزية Central Government Bonds ، و سندات الحكومات المحلية Municipal Bonds ، و سندات الشركات المساهمة Corporate Bonds ، والسندات المضمونة بالرهون العقارية Mortgage-Backed Bonds ،والقروض الاستهلاكيةConsumer Loans ، و أخيرا قروض الأعمال Business Loans .(الفقى ، 2006)

ثانيا :الفرق بين مفهومى التنمية و النمو الاقتصادى

إن مفهوم التنمية الاقتصادية مفهوم قديم تم تناوله فى أدبيات التنمية الاقتصادية منذ نحو مائة عام أى منذ كتابات شومبيتر إلا أن هذا المفهوم لم يحظى بالاهتمام الذى يستحقه إلا مع الاعلان عن عقد التنمية فى الستينات حيث أهتم الباحثون بضرورة التمييز بين النمو الاقتصادي من ناحية والتنمية الاقتصادية من ناحية أخرى . وبالطبع ترتب على ذلك ضرورة التمييز بين دور سوق الأوراق المالية فى رفع معدلات النمو الاقتصادي من ناحية وبين دورها فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية ، لذا يعتقد الباحثان أنه من المفيد فى بداية هذا الجزء التنويه إلى الفرق بين مفهومي النمو والتنمية الاقتصادية مقتبسين فى ذلك بعض الاراء ممن تناولوا هذين المفهومين الأساسين . فقد تناول موريس (Morris, 1998) الفرق بين المفهومين بقوله:

Economic growth may increase the weight of a nation in world affairs, but it may fail to make life any easier for its inhabitants. Economic development provides this increase in goods and services which may be felt by the population."

إن الفرق بين النمو والتنمية فى رأيه يتلخص فى أن النمو الاقتصادي يزيد من الوزن الاقتصادي للدولة بين دول العالم لكنه ربما يفشل فى تحسين حياة الأفراد وعليه فالتنمية الاقتصادية تستهدف زيادة السلع والخدمات التى من شأنها تحسين حياة المواطنين .

ويؤكد ابلر(Abler , 1995) على نفس المعنى السابق بقوله:

Economic growth refers to a rise in per capita income, per capita income can only go up if total income is rising faster than population. Economic development is a much broader concept than economic growth. It implies an improvement in the quality of human life, which is much more than increasing per capita income. It also entails reducing poverty and enhancing individual economic opportunities , better education, improved health and nutrition, conservation of natural resources, a cleaner environment, and a richer cultural life.

أن النمو الاقتصادي يتمثل فى الزيادة فى متوسط دخل الفرد والتى تحدث عندما يزيد الناتج المحلي الاجمالي فى دولة ما بمعدل أسرع من معدل نمو السكان. أما التنمية الاقتصادية فهى مفهوم أكثرشمولا من مجرد النمو الاقتصادي حيث تشير إلى إحداث نقلة نوعية أفضل فى حياة البشرالتى هى أكثر من مجرد الزيادة فى متوسط دخل الفرد فهى تشمل إلى جانب ذلك تخفيض معدلات الفقر وتعزيز الفرص الاقتصادية أمام الأفراد إلى جانب تقديم خدمات تعليمية وصحية عالية الجودة والحفاظ على البيئة وإثراء الحياة الثقافية.

ويشير المفهوم المتعارف عليه لدى الاقتصاديين بالبنك الدولي إلى أنه :

Economic development can be seen as a complex multi-dimensional concept involving improvements in human well-being – however defined with the UN two well known Indexes ;(HDI) UN's Human Development Index and UN's Human Poverty Index (HPI)

إن التنمية الاقتصادية عملية معقدة و مفهوم ذو أبعاد متعددة يتعلق بتحسين الظروف المعيشية لأفراد المجتمع مقاسة بأى مؤشر , سواء تمثل ذلك فى نمو متوسط دخل الفرد (أخذين فى الاعتبار كل التحفظات المتعلقة باستخدام الناتج المحلي الاجمالي كمؤشر لقياس مستوى الرفاهة الاقتصادية) أومؤشر الأمم المتحدة المتعلق بالتنمية البشرية UN's Human Development Index (HDI) أو مؤشرالأمم المتحدة لقياس الفقر بين البشر UN's (Human Poverty Index (HPI .

واخيرا, عرف كل من بيرس وفوجان (Peter Bearse and Roger Vaughan ,1998) النمو بانه :

Development is a *qualitative* change, which entails changes in the structure of the economy, including innovations in institutions, behavior, and technology. Growth is a quantitative change in the scale of the economy - in terms of investment, output, consumption, and income.

إن النمو الاقتصادي يشير إلى التغيرات الكمية التى تطرأ على نطاق الاقتصاد الكلي , بينما التنمية الاقتصادية تتضمن تلك التغيرات النوعية فى البنى الاقتصادية شاملة التطورالتكنولوجى والابتكارالمؤسسى والتطور السلوكي والمعرفي لافراد المجتمع .وعليه فان التنمية بهذا المفهوم تعد سببا ونتيجة للنمو , حيث يمكن ألا يوجد نمو بدون تنمية ولاتنمية بدون نمو يوفر التمويل اللازم لتعزيز عملية التنمية . أى أنه لن يتحسن نوع وكم الحياة الاقتصادية إلا بتحقيق التنمية الاقتصادية.

وفى ضوء ماتقدم ، يمكن تعريف **النمو الاقتصادي** بانه مجرد الزيادة السنوية التى تطرأ على الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي لاقتصاد ما، سواء كان ذلك بسبب زيادة الطلب الكلي زيادة يستجيب معها العرض الكلي من السلع والخدمات كما هو حادث فى الدول المتقدمة أوكنتيجة مصاحبة لجهود منظمة طويلة الأجل لإعادة الهيكلة وأستكمال البنى الاقتصادية والتكنولوجية والاجتماعية كما هو حادث فى الدول النامية التى كللت جهودها التنموية بالنجاح .أمل مفهوم **التنمية الأقتصادية** فهو شرط مسبق لحدوث النمو الاقتصادي فى الدول النامية. أو بمعنى آخر ، ليس كل نمو أقتصادي تحققه الدول النامية يكون نتيجة لتنمية حققتها أى مايمكن تسميه نمو بلا جذور أى بسبب عوامل وقتية أما النمو الحقيقى فيأتى من تلك الجهود المنظمة طويلة الأجل لإعادة الهيكلة وأستكمال البنى الاقتصادية والتكنولوجية والاجتماعية أى كنتيجة لإحداث عملية التنمية الاقتصادية المستدامة.

القسم الثاني

دور أسواق الأوراق المالية فى التنمية الاقتصادية

لا شك أن سوق الأوراق المالية يشكل إحدى الدعائم المهمة للنمو فى إقتصادات الأسواق الناضجة،غير أن العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية فى الدول النامية مازالت خاضعة للتحقيق وتباين الآراء. وإن أهم ماتعانيه الدول النامية هو انخفاض مستويات الدخل الحقيقي، ومن ثم انخفاض نصيب الفرد من هذا الدخل ، وهوالأمرالذى يؤدي إلي ضعف تكوينات رؤوس الأموال اللازمة لعملية التنمية .وإن التفكير فى الحصول علي موارد مالية طويلة الأجل واللازمة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، يمكن أن يتحقق من خلال مصدرين رئيسيين ؛ مصادر التمويل الداخلي ومصادر التمويل الخارجي. والمصدران يلعبان دورا مهما وحيويا في تكوين بنيان سوق الأوراق المالية الذى يقوم بدوره بتوفيرها لتمويل عملية التنمية. وفيما يلي نستعرض أهم تلك الدراسات النظرية والتطبيقية التى تدعم الفرضية التى يقوم عليها هذا البحث وهى أن لسوق الأوراق المالية دورا إيجابيا على عملية التنمية الاقتصادية .

أولا : نتائج أهم الدراسات النظرية فى هذا المجال

تناولت عدة دراسات نظرية تفسير العلاقة التى يمكن أن تنشأ بين أداء سوق الأوراق المالية وبين التنمية الاقتصادية من حيث مساهمتها فى زيادة معلات النمو الاقتصادى الحقيقى . ومن أهم هذه الدراسات ما قام به ليفن (Levin, 2004) من تتبع لهذه العلاقة التأثيرية ولكن من زاوية دور كل من أسواق الأوراق المالية والمصارف فى تسريع عملية التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع المنافسة بين وحدات الجهاز المصرفي فى عملية التخصيص الكفؤ للموارد المالية طويلة الأجل خاصة فى مجال الاستثمارات عالية التقنية .وأستنتج أن المصارف خاصة فى الدول النامية تحجم عن تمويل الاستثمارات ذات المخاطر العالية نظرا لعدم توافر المعلومات الكافية عن كافة ظروف السوق وهذا ما يعوق عملية التنمية الاقتصادية.إلا أن دراسة أخرى لكنج وليفن (King and Levine,1993) خلصت إلى أن التطوير المصرفي فى عديد من الدول النامية كان له تأثير إيجابي على التنمية الاقتصادية .أما بويد ويريسكوت (Boyd and Prescott ,1986) ومعهم إستجلتز (Stiglitz ,1985) و أرستيس وآخرون (Arestis et al., 2001) فقد خلصوا إلى أن كلا من الجهاز المصرفي و سوق الأوراق المالية لهما دور مؤثر فى عملية التنمية الاقتصادية إلا أن سوق الأوراق المالية لها تأثيرأكبر فى تحقيق التنمية خاصة فى الدول النامية حيث يساهم فى ذلك من خلال زيادة إنتاجية كافة القطاعات الاقتصادية وكبح جماح معدلات التضخم ومعالجة التشوهات السعرية التى من شأنها الحد من رفع كفاءة تخصيص الموارد وتحسين إنتاجيتها ، وكذلك من حيث مساهمتها فى تحقيق أستقرار أسعار الصرف وإيجاد ألية مناسبة لتحديد هيكل غيرمشوه لأسعار الفائدة،وتحسين الوضع المالى للحكومة ،هذا بالاضافة إلى حمايتها للمنافسة وتقليل حدة الممارسات الاحتكارية فى الأسواق ، وأخيرا مساهمتها الفعالة فى زيادة درجة سيولة سوق الأوراق المالية . وبذلك تعد سوق الأوراق المالية آلية هامة تساهم في تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد وتوزيع المخاطر وتفعيل قواعد الشفافية والافصاح وتفعيل قواعد حوكمة الشركات ، وهى العوامل التى تساعد على تسريع عملية التنمية الاقتصادية . وتؤكد نتائج الدراسات الخاصة بالعلاقة بين كفاءة أداء سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادي علي الدور الإيجابي الذي يمكن أن يقوم به تحسين أداء ونوعية

الخدمات التي يقدمها هذا السوق لكافة قطاعات إلاقتصاد. وعلى الرغم مما تشير إليه بعض الدراسات النظرية من أن العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية علاقة تبادلية أى تسير في الاتجاهين ، إلا أن تحليلات معظم هذه الدراسات تركز علي ان التنمية المالية هى التى تقود التنمية الاقتصادية (الشراح ،2000)،) لكن السؤال الهام الذى يطرحه الباحثان هنا يتلخص فى البحث عن دور لهذه الأسواق ليس فقط على النمو الاقتصادي بل يمتد إلى البحث عن أثرها فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية فى الدول النامية على وجه الخصوص . إن ما يعزز هذا الرأي هو إستعراضنا لتلك الدراسات التى تبين انه في المراحل الأولي للتنميه الاقتصادية أو بصفه خاصة في المرحلة التي تحتاج فيها الاقتصادات النامية إلي تمويل طويل الأجل و تقنيات عالية في شتي المجالات ، فأن العلاقة سوف تكون إيجابية وذات اتجاه مسيطرمن القطاع المالي إلي القطاع الحقيقي من خلال قنوات عديدة . وعموما فان هذه الدراسات النظرية قد إستطاعت أن تضع أيدينا على أهم تلك القنوات مع إختلافها فيما بينها على درجة تركيزها . وفيمايلى نستعرض أهم تلك القنوات

1- زيادة معدلات النموالاقتصادي

مما لا شك فيه أن أسواق المال في الدول النامية تساهم فى تعبئة رؤوس الأموال طويلة الأجل وتخصيصها نحوالاستثمار المحلي فى كافة أوجه النشاط الاقتصادي الحقيقي ، وبذلك تسهم بصورة مباشرة في رفع معدلات النمو الاقتصادى الحقيقى ومن ثم دفع عجلة التنمية الاقتصادية .

فأسواق **المال** تتيح فرصا إستثمارية لا يمكن تجاهلها، ،فقد تمكنت بعضها من مضاعفة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بدرجة فاقت تلك المحققة فى إقتصادات عديد من الدول المتقدمة , وكذا تمكنت من كبح جماح العجز فى الميزانية وخفض معدلات التضخم . إن الأمر لايتوقف عند هذا الحد من التأثير فى الجولة الأولى (الأجل القصير) بل يمتد إلى تأثيرات متضاعفة فى جولات متتالية تبادلية فى الأجل الطويل حيث أن الزيادة الأولية التى تطرأ على النشاط الاقتصادي الحقيقي سوف تحدث موجة من التفاؤل بشأن المستقبل ، مما يزيد من حركة التعامل في سوق الأوراق المالية ويؤدي بالتالي إلي ارتفاع أسعارها وهو الأمر الذى يولد مزيد من الفرص الاستثمارية وهكذا تستمر الأثار التبادلية لأسواق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي فى تسريع معدلات النمو والتنمية اللاقتصادية (هندي، 2003).

2- تلجيم الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية :

إن إقامة سوق للأوراق المالية أو تفعيل دور أسوق الأوراق المالية القائمة فى الدول النامية يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وبالتالى تلجيم معدلاتها وذلك من خلال مساهمة هذه السوق فى إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لخلق فرص إستثمارية جديدة و للتوسع فى الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال وهو مايزيد معدلات النمو فى العرض الكلي من السلع والخدمات (إجمالى الناتج المحلي الحقيقي) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو فى الطلب الكلي .كذلك تساهم أسواق الأوراق المالية فى تحفيز الشركات المدرجة فى هذه الاسواق على إلتزامها بقواعد الافصاح والحوكمة وهو مايساهم فى ترشيد تكلفة الانتاج وبالتالي تحقيق معلات ربحية عالية.تغري مزيد من الأفراد والمؤسسات على ضخ مزيد من المدخرات فى هذه الأسواق .إن اتخاذ المستثمر لقراراتة لابد أن يكون فى ضوء حسابات دقيقة للتكلفة التى تعكس الندرة

النسبية للموارد والأصول التى تمتلكها تلك الشركات المدرجة ومن ثم تعكس أسعار منتجاتها الأسعار الحقيقية أى دون وجود تشوهات , فلأسهم المغالى فى أسعارها أى التي تعانى من تشوهات فى أسعارها لن يكتب لها الاستمرار فى التعامل على أسهمها فى ظل سوق للأوراق المالية ذى كفاءة عالية تتوافربها المعلومات من خلال إلتزام الشركات المدرجة بقواعد الافصاح والشفافية (الشريف ،1997) .

كذلك ، فإن مساهمة أسواق الأوراق المالية فى تحقيق قدر مناسب من الاستقرار فى المستوى العام للاسعاروعلاج التشوهات السعرية سوف تكون له آثارإيجابية علي عملية التنمية بالدول النامية وذلك لسببين،أحدهما مباشر ويتمثل في إرتفاع درجة التأكد وإنخفاض المخاطر المحيطة بالنشاط الاستثماري ،وهذا يعني ضمان تحقيق هذه الشركات لمعدلات ربحية مناسبة ، والسبب الثاني غير مباشر ويتعلق باستقرار المعاملة الضريبية، وأسعار الفائدة ومن ثم إستمرار التأثير الايجابي على النشاط الاقتصادي (هندي، 2006)

3- المساهمة فى تحقيق أستقرار أسعار الصرف

إن وجود سوق نشطة وكفئة للأوراق المالية يساهم فى زيادة المعروض من النقد الأجنبي وبالتالى فى تخفيف الضغوط المستمرة التى تتعرض لها أسعار صرف عملات الدول النامية مقابل العملات الأجنبية وهو الشرط الضرورى لانتعاش وإستقرار حركة التجارة الدولية ومن ثم ضمان مزيد من تدفقات النقد الأجنبي إلى الدول النامية . هذا بالاضافة إلى أن وجود مثل هذه الأسواق فى الدول النامية يعمل على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية (المباشرة وغير المباشرة) اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية من خلال قناتين أساسيتين : الأولى تتم بصورة مباشرة من خلال ضخ مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة للاستثمار فى تكوين المحافظ المالية فى الدول النامية وكذلك تشجيع رؤوس الأموال الأجنبية فى المساهمة فى الاستثمار المباشر فى كافة الأنشطة الاقتصادية وعلى الأخص فى مجال مشروعات البنية التحتية التى تتميز بكونها مشروعات كثيفة رأس المال والتكنولوجيا وهما العنصران الذان تفتقرا إليهما هذه الدول . كذلك تساعد هذه الأسواق فى إنجاح برامج الخصخصة بالدول النامية ومن ثم زيادة مساهمة القطاع الخاص فى إعادة الهيكلة اللازمة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية فى هذه الدول بالدخول فى عمليات شراء الشركات والأصول الوطنية المعروضة للبيع والثانية بصورة غير مباشرة من خلال توفير السيولة للشركات الوطنية القائمة للتوسع فى حجم أنشطتها وفتح المجال أمام الشركات ألأجنبية للدخول فى إستثمارت مشتركة معها أو تشجيعها للدخول باسثماراتها الأجنبية منفردة نظرا لتأكدها من إمكانية لجوئها الى أسواق الأوراق المالية لتدبير مزيد من التمويل اللازم للتوسع فى إستثماراتها فى المستقبل أو للتصفية والخروج بأموالها عندما تدعوا الحاجة لذلك. (السعيد1999).

4- إيجاد ألية مناسبة لتحديد هيكل أسعار الفائدة

تساهم سوق الأوراق المالية فى تحديد أسعار الفائدة ، ويتم ذلك بإستخدام البنك المركزي لسياسة السوق المفتوح وهى إحدى الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية ، التى بموجبها يقوم البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية فى سوق الأوراق المالية وذلك بغية التأثير علي السيولة النقدية وهيكل أسعار الفائدة . وفى هذا الخصوص تشير العديد من الدراسات إلي وجود علاقة قوية بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال،حيث أكدت علي وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من ناحية وبين كل من أسعار الفائدة و مستوي النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى . ويعزى ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدى وما

يؤدي إليه من انخفاض أسعار الفائدة، سوف يشجع علي تعبئة مزيد من الاستثمارات التى تؤدي بطبيعة الحال إلي زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة التي عادة ما تنعكس علي مستوي الطلب علي المنتجات وهذة الزيادة تزيد الأرباح، فيؤدي ذلك بطبيعة الحال إلي زيادة أسعار الأسهم في أسواق المال كمحصلة نهائية لزيادة المعروض النقدى (De Gregorio and Guidotti, 1995)

5- تحسين الوضع المالي للحكومة

تساهم أسواق الأوراق المالية فى تخفيف الضغوط الواقعة على الميزانيات الحكومية وتمكينها من القيام بدورها التنموي . وفى هذا الخصوص ، تساهم سوق الأوراق المالية فى تنفيذ برامج الخصخصة الحكومية وبالتالى تولد الايرادات اللازمة لتقليص العجز فى ميزانياتها الذى يساهم فى تخفيف الضغوط التضخمية بالاضافة إلى علاج الاختلالات الهيكلية لباقي الشركات العامة حتى تتمكن من تحسين أدائها والمساهمة بصورة أكثر فاعلية فى عملية التنمية الاقتصادية . وكذلك يؤدى زيادة النشاط الاقتصادي الحقيقي إلى زيادة حصيلة الحكومة من الضرائب والتى تساهم بدورها فى دعم الوضع المالي للحكومة، وهكذا فى حلقة دائرية إلى أعلى .

6- تشجيع المنافسة وتحسين كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية

لقد تناولت دراسات عديدة هذا الموضوع ، ومن أهم هذه الدراسات ما قام به ليفن (Levin, 2004) من تتبع للعلاقة بين أسواق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع المنافسة وتعزيزعملية التخصيص الكفؤ للموارد المالية طويلة الأجل خاصة فى مجال الاستثمارات عالية التقنية .التى تحجم عن تمويلها المصارف نظرا لأنها ذات مخاطر عالية بالاضافة إلى عدم توافر المعلومات الكافية عن كافة ظروف السوق وهى من العوامل التى تعيق عملية التنمية الاقتصادية .وعلى نفس المنوال أستنتج أرستيس وآخرون (Arestis et al., 2001) أن كل من الجهاز المصرفي وسوق الأوراق المالية لهما دور مؤثر فى التنمية الاقتصادية إلا أن سوق الأوراق المالية لها دورأكثرتأثيرا .

7- زيادة درجة سيولة سوق الأوراق المالية

توصل روسو و واتشل (Rousseau and Wachtel, 2000) وكذلك بيك و ليفن (Beck and Levine ,2003) إلى أن إدخال مستوى سيولة أسواق الأوراق المالية والتطور المصرفى فى نماذج للانحدار يمكنها التنبؤ بما ستكون عليه معدلات النمو الاقتصادى . وعلى الرغم من أن هناك إجماع فى الراى بين الاقتصاديين والمهتمين بهذا الحقل من المعرفة حول الدور الايجابى لأسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادى فى الدول المتقدمة الا أن هناك بعض الأراء التى لاترى هذا التاثير الايجابى لأسواق الأوراق المالية الناشئة على عملية التنمية الاقتصادية فى الدول النامية. ولعل ذلك كان السبب وراء إختيار موضوع هذا البحث لاستجلاء هذه الحقيقة وبيان الكيفية التى يتم بها ذلك.

إن أسواق الأوراق المالية تساهم فى توفير مزيد من السيولة و التمويل طويل الأجل اللازمين لتدعيم عملية التنمية فى الدول النامية. وإن توافر أسواق اوراق مالية نشطة يعنى تمتع الأسهم المتداولة فيها بسيولة عالية وبالتالي درجة من المخاطر أقل وهو ما يشجع أفراد القطاع العائلي ووحدات قطاع الأعمال المحلي والأجنبي على تقديم بعض ماللديهم من فوائض مالية لاستثمارها بأسوق المال فى شراء الأوراق المالية (أسهم وسندات)

لتحقيق عوائد مناسبة وفى حدود مخاطر مقبولة. وبالطبع إن توافر هذه السيولة والتمويل طويل الأجل سوف يشجع المستثمرين فى كافة القطاعات الاقتصادية على الانتاج وتحقيق معدلات عالية من الأرباح يتم توزيع جانب منها على حاملي الأسهم.(محمد، 2003)

وعلى الرغم من وجاهة هذا الرأى ، إلا أن هناك رأى آخر يرى عكس ما تقدم بسبب ان السيولة الزائدة لبعض أسواق الأوراق المالية قد تضعف من إلتزام المتعاملين بهذه الأسواق على الاحتفاظ بأمولهم بها لفترات طويلة وهو الأمر الذى يمكن أن يترك اثرا سلبيا على عملية التنمية الآقتصادية . (سمك، 1998)

ثانيا :نتائج أهم الدراسات التطبيقية

فيما يلى ، نستعرض أهم **الدراسات التطبيقية** التى أجريت فى هذا المجال . ومن بينها تلك الدراسة التى قام بها **روس ليفن** Ross Levine عن مدى تأثير **سيولة أسواق الأوراق المالية** فى عينة تضم مجموعات من الدول المتقدمة والدول النامية على معدلات النمو فيها مقاسة بمتوسط دخل الفرد. وخلص ليفن فى دراسته إلى أن الدلائل العملية تؤكد بقوة الاعتقاد السائد بأن أسواق الأوراق المالية ذات السيولة العالية تعمل على دفع عملية التنمية أو أنها على الأقل تعد شرط مسبق لها .وللتعرف على كيفية حدوث ذلك , دعونا نتناول ثلاث مؤشرات لقياس درجة سيولة سوق الأوراق المالية :

المؤشر الأول: نسبة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة بالسوق إلى الناتج المحلي الاجمالي :

هذه النسبة تتناسب عكسيا مع تكلفة مخاطر التعامل بهذه الأسواق . وهذه النسبة أستخدمت لتقسيم 38 دولة إلى أربعة مجموعات خلال الثلاثين عاما الماضية عن الفترة (1976 – 2005) وذلك كما يلى:

المجموعة الأولى الأكثر سيولة: وتتكون من 9 دول تتميز أسواقها بانها الأعلى سيولة والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 3,5 % وهى: و إستراليا و كندا و هونج كونج و إسرائيل و اليابان و سانغافورة و تايوان والمملكة المتحدة و الولايات المتحدة.

المجموعة الثانية ذات السيولة العالية : وتتكون من 10 دول تتميز أسواقها بانها تتمتع بسيولة عالية والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 2,8 % وهى : البرازيل و تشيلى و فرنسا و المانيا و الهند و إيطاليا و كوريا و الفلبين وماليزيا وهولندا.

المجموعة الثالثة ذات السيولة المنخفضة: وتتكون من 10 دول تتسم أسواقها بانها ذات سيولة منخفضة والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 1,8 % وهى : الأرجنتين و بلجيكا و اليونان والأردن و الكسمبورج و المكسيك و أسبانيا والسويد و تايلاند و زيمبابوى .

المجموعة الرابعة ذات السيولة المنخفضة جدا : وتتكون من 9 دول تتسم أسواقها بسيولة منخفضة جدا والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 1,8% وهى : النمسا وكولمبيا والدانمارك وفنلندا وإندونسيا ونيجيريا والنرويج والبرتغال و فنزويلا .

المؤشر الثانى للسيولة: قيمة التداول كنسبة من إجمالى القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية:

ويقيس هذا المؤشر دورة رأس المال فى هذا السوق أى عدد المرات التى يتم فيها تداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية وكلما إرتفعت هذه النسبة كلما كان لها تاثير إيجابي أكثر على عملية التنمية الاقتصادية .ايضا

هذه النسبة أستخدمت لتقسيم 38 دولة إلى أربعة مجموعات وذلك كما يلى:

المجموعة الأولى الأكثر سيولة: وتتكون من 9 دول تتميز أسواقها بانها الأعلى سيولة والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوى فى دخل الفرد بلغ 3,3 % وهى: الأرجنتين و الهند و هونج كونج و إسرائيل و اليابان وكوريا والفلبين و إيطاليا و تايوان .

المجموعة الثانية ذات السيولة العالية: وتتكون من 10 دول تتميز أسواقها بانها تتمتع بسيولة عالية والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 2.8 % وهى :إستراليا و البرازيل وكندا وفرنسا و المانيا وسنغافورة وهولندا وتايلاند والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

المجموعة الثالثة ذات السيولة المنخفضة: وتتكون من 10 دول تتسم أسواقها بانها ذات بسيولة منخفضة والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 1.8 % وهى : أستراليا و بلجيكا وكولومبيا وفنلندا واندونيسيا وماليزيا و المكسيك و أسبانيا والسويد و زيمبابوى .

المجموعة الرابعة ذات السيولة المنخفضة جدا : وتتكون من 9 دول تتسم أسواقها بسيولة منخفضة جدا والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 1,8 % وهى : تشيلى والدانمارك واليونان والأردن والكسمبورج ونيجيريا والنرويج والبرتغال و فنزويلا .

المؤشر الثالث للسيولة: نسبة قيمة التداول مقسوما على التقلبات فى قيمة الأسهم:

ووفقا لهذا المؤشر فان السوق الأكثر سيولة هو ذلك السوق الذى يمكنه التعامل على صفقات كبيرة دون الحاجة إلى تقلبات كبيرة فى أسعار الأسهم .أيضا هذه النسبة أستخدمت لتصنيف 31 دولة إلى أربعة مجموعات وذلك كما يلى :

المجموعة الأولى الأكثر سيولة: وتتكون من 8 دول تتميز أسواقها بانها الأعلى سيولة والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 3,4 % وهى: أستراليا و (إسرائيل) واليابان وكوريا وهولندا وتايلاند والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

المجموعة الثانية ذات السيولة العالية: وتتكون من 7 دول تتميز أسواقها بانها تتمتع بسيولة عالية والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 2 % وهى : كندا وتشيلى وفرنسا وألمانيا والهند والأردن والفلبين.

المجموعة الثالثة ذات السيولة المنخفضة: وتتكون من 8 دول تتسم أسواقها بانها ذات سيولة منخفضة والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 1,3 % وهى : أستراليا و بلجيكا والبرازيل وفنلندا وإيطاليا و المكسيك والسويد.

المجموعة الرابعة ذات السيولة المنخفضة جدا : وتتكون من 8 دول تتسم أسواقها بسيولة منخفضة جدا والتى تمكنت من تحقيق متوسط معدل نمو سنوي فى دخل الفرد بلغ 1,2 % وهى الأرجنتين و الهند و هونج كونج و إسرائيل و اليابان وكوريا والفلبين وإيطاليا و تايوان .

الخلاصة : إن تحسن أداء أسواق الأوراق المالية له أثر إيجابي على معدلات التنمية الاقتصادية حيث يتضح من البيانات السابقة ان الدول ذات السيولة المرتفعة أو المرتفعة جدا قد حققت معدلات تنمية إقتصادية عالية مقاسة بمعدل النمو فى متوسط دخل الفرد الحقيقي . فعلى سبيل المثال , دول متقدمة كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان وكندا وفرنسا والمانيا والسويد والنرويج وهولندا تتميز بأن لديها أسواق للاوراق المالية ناضجة و ذات سيولة عالية أو عالية جدا مقاسة بأى مؤشر من مؤشرات السيولة الثلاثة المذكورة. أما الدول النامية كالأرجنتين وتشيلى وكولومبيا والأردن والمكسيك ونيجيريا وزيمبابوي تتميز بأن لديها أسواق للاوراق المالية ذات سيولة منخفضة أومنخفضة جدا مقاسة بأي مؤشر من مؤشرات السيولة .

إن تنمية مستوى السيولة لدى أسواق الأوراق المالية يعد من العوامل الهامة فى توقع معدلات التنمية الاقتصادية.

ومما سبق نخلص إلى أن إحدى الدراسات التطبيقية قد أظهرت بوضوح الدورالإيجابي الذى يمكن أن تلعبه درجة السيولة بسوق الأوراق المالية (كأحد مؤشرات قياس درجة نمو أسواق الأوراق المالية) فى عملية التنمية الاقتصادية ، إلا أن المؤشرات الأخرى لقياس درجة التطور بهذه الأسواق كاستخدام **حجم هذه الأسواق** (مقاسة بنسبة القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية فى دولة ما إلى قيمة الناتج المحلي الاجمالي لهذه الدولة) وكذلك إستخدام **درجة إستقرار الأسعار بهذه الأسواق** (مقاسة بمؤشر درجة تقلب هذه الأسعار) لم تعطي نتائج ذات معنى إحصائي وإقتصادي فى تفسير درجة تأثيرها على معدلات التنمية الاقتصادية. **كذلك خلصت دراسات أخرى**إلى أن التخصيص الأمثل للموارد المالية طويلة الأجل اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية لايتحقق إلا بتطوير النظام المالي بجميع مكوناته (الوسطاء الماليون- مصرفي وغير مصرفي- الأسواق المالية والأدوات المالية) لذا فان وجود نظام مصرفي وحده لن يستطيع القيام بعملية التخصيص الكفؤ لرأس المال اللازم لتوفير التمويل طويل الأجل اللازم لتفعيل عملية التنمية الاقتصادية ومن ثم تسريع النمو الاقتصادي إلا مع وجود سوق متطورة للأوراق المالية تعمل معه جنبا إلى جنب . إن القول بوجود علاقة أيجابية بين إقامة وتطوير سوق الأوراق المالية والتنمية الإقتصادية تعد فرضية مقبولة على الأقل من الناحية النظرية وليس علينا الآن سوى التحقق منها فى الواقع العملي . وإن أقامة وتطوير سوق الأوراق المالية يمكن أن يساهم فى تعزيز التنمية المالية ، فبينما تقوم البنوك بتوفير التمويل اللازم لمستثمرين التقليديين ذوي االملاءة المالية العالية و المخاطر الأقل فان اسواق الأوراق المالية تقدم التمويل طويل الأجل للمستثمرين غير التقليديين ذوى الأفكار الاستثمارية الابداعية عالية الانتاجية والمخاطر وبهذه الكيفية يمكن لهذه الأسواق أن تقدم تمويلا أكبر و أقل تكلفة لاحداث تنمية مستدامة. وللتعرف على العلاقة الوثيقة بين الدور النشط لأسواق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية أو النمو طويل الأجل , سوف نستعرض بالتفصيل **لاحدى تلك الدراسات التطبيقية** الهامة التى أجريت فى هذا الخصوص قام بها ثلاثة من الاقتصاديين هم : كابورالى ،هويلز ،وسليمان (Caporale,Howells,and Soliman, 2004) تحت عنوان " تنمية الأسواق المالية والنمو الاقتصادي : الروابط السببية ". وتستخدم هذه الدراسة أساليب كمية حديثة تعرف بتحليل متجه الانحدار التلقائى (Vector Auto-regressive) والتى قام بتطويرها كل من تودا و ياماموتو Toda and (Yamamoto,1995)

تتلخص هذه الأساليب فى محاولة إختبارفرضية وجود علاقة سببية بين متغيرين من المتغيرات الاقتصادية الرئيسية كالتنمية المالية والنمو الاقتصادي طويل اللأجل فاذا أنتفت هذه العلاقة قد يكون ذلك بسبب حذف أحد المتغيرات الرئيسية الهامة ذات الصلة بتلك العلاقة وليكن درجة التطور فى سوق الأوراق المالية . إن نتائج الدراسة التى أجريت على عينة من سبعة دول معظمها من الدول النامية خلصت إلى أن إقامة سوق للأوراق المالية متطورة يمكن ان تحفز معدلات نمو طويلة الأجل ، وهى النتيجة التى تعضد النظريات التى ترى بأن التنمية المالية المتكاملة لها دور إيجابي على عملية التنمية الاقتصادية من خلال تسريع عملية التراكم الرأسمالي والتخصيص الكفؤ للموارد اللازمين لرفع معدلات النمو طويلة الأجل .

وتشتمل العينة المختارة من الدول على كل من :الأرجنتين وتشيلى وكوريا وماليزيا والفلبين والبرتغال واليونان . تم إختيار هذه الدول على أساس معيار توافر بيانات لخمسين فترة متصلة ربع سنوية تبدأ من الربع الأول من عام 1977 إلى الربع الأخير من عام 1998 . أما من حيث المتغيرات التى تم إختيارها ، فقد تم إختيار:

المتغير الأول : درجة التطور فى سوق الأوراق المالية مقاسا بمؤشرين هما:

1- نسبة رسملة السوق : قيمة الأسهم المسجلة فى السوق / الناتج المحلي الاجمالي

2- نسبة قيمة التداول : قيمة التداول للأسهم فى السوق / الناتج المحلي الاجمالي

تم تجميع بياناتها من قاعدة بيانات الأسواق الناشئة ((Emerging Market Data Base (EMDB (1998

المتغير الثانى : مدى التطور المصرفي مقاسا بما يلي :

1- الودائع المصرفية / الناتج المحلي الاجمالي الأسمي

2- مستحقات البنوك لدى القطاع الخاص / الناتج المحلي الاجمالي الأسمي

تم تجميع بياناتها من نشرة الاحصاءات المالية الدولية الصادرة عن صندوق النقد الدولي بواشنجتون IMF's International Financial Statistics (1998)

المتغير الثالث : مستويات الناتج المحلي الاجمالي كمقياس للتنمية الاقتصادية (بالعملات المحلية لكل دولة) و باستخدام أسلوب autoregressive distributed lag (ARDL) و خلصت الدراسة إلى نتيجة هامة مؤادها ،أن وجود سوق نشط للأوراق المالية سوف يكون له تأثير أيجابي طويل الأجل على النمو الاقتصادي. كذلك أكد إختبارالسببية لجارنجر القائم على أسلوب Vector error correction model (VECM) نفس النتيجة الهامة السابقة . وعليه فان هذه الدراسة أكدت فرضية أن النمو المالي يؤدى إلى النمو الاقتصادي (Finance-led growth)

ومن **الدراسات التطبيقية الأخرى** الهامة فى هذا الشأن الدراسة التى قام بها بيسرام وآخرين Pesaran, *et al.* (2001) والتى أجريت على الاقتصاد الماليزي عن الفترة 1978 – 2000 إستخدم فيها نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي (y) كمؤشر تقريبى للنمو الاقتصادي كمتغير تابع ، اما فيما يتعلق بالمتغيرات الاقتصادية المستقلة المؤثرة فى معدل النمو فقد إستخدم حجم ومستوى سيولة سوق الأوراق المالية كمؤشر لدرجة التطور فى هذا السوق . ولقياس حجم سوق الأوراق المالية أستخدمت نسبة رسملة السوق مقاسة بالقيمة السوقية للأوراق المالية المسجلة فى السوق مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي الأسمى (*TV/Y*) . ولقياس

درجة سيولة السوق ، أستخدمت نسبة دوران رأس المال مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي الأسمى (*TO/Y*) . كذلك أستخدم كل من سعرالخصم (*DR*) للتاثير على سيولة السوق و نسبة الانفتاح الاقتصادي (*OR*) مقاسة بمجموع قيمة كل من الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الاجمالي الاسمي كمتغيرات مستقلة إضافية لتفادى التحيز الآنى simultaneity bias فى معادلة الانحدار. وبالنسبة للبيانات المتعلقة بسوق الاوراق المالية فقد تم إستيفائها من قاعدة بيانات البنك الدولي وباقي البيانات تم الحصول عليها من نشرة الاحصاءات المالية الدولية التى يصدرها صندوق النقد الدولي . كما استخدمت جميع المتغيرات فى صورة لوغاريتمية .

إستخدمت الدراسة إسلوب الإختبارالارتباطى المبنى على نموذج الانحدار التلقائى لتوزيع الفترات المؤجلة (autoregressive distributed (ARDL) bounds test) المقترح فى دراسة بيسرام وآخرين Pesaran, *et al*. (2001) لاختبارالعلاقة التكاملية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي طويل الأجل .

ولقد تم إختيارهذا الاسلوب على أساس عدة إعتبارات منها : أولا ،أنه يلائم العينة ذات الحجم الصغير نسبيا (23 مشاهدة فى هذه الدراسة) ، ثانيا ، أن هذا الاختبار لايفرض فروض مقيدة على المتغيرات قيد الدراسة بان تكون تكاملية من نفس الدرجة.

نتائج الدراسة

تشير بيانات الجدول (1) إلى نتائج إختبار ARDL bounds test ، نجد أن إختبار(F) معنوى وبالتالى يمكن رفض الفرضية الصفرية (لاتوجد علاقة تكاملية) بين كل من حجم السوق (*TV/Y*) ودرجة سيولته (*TO/Y*) بمعنى إمكانية قبول وجود مثل هذه العلاقة التكاملية بين المتغيرين السابقين. هذا بالاضافة إلى أن هذين المتغيرين لهما تأثير موجب وقوي على النمو الاقتصادي فى الأجل الطويل. وطالما أن هناك علاقة بين هذين المتغيرين ، فلابد أن توجد علاقة سببية على الأقل فى إتجاه واحد . وعليه، فقد تم تقدير معلمات المعادلة (2) للتعرف على إتجاه العلاقة السببية بين هذه المتغيرات.

الجدول (1)

إختبارARDL bounds test للتحليل التكاملي ودالة مرونة النموفى ماليزيا

المؤشر المالى	معلمات الدالة	إختبار(F)
TV/Y	0.266	7.202
TO/Y	0.240	4.715

Source: Guglielmo Maria Caporale, Peter G. A Howells, And Alaa M. Soliman (2004) Stock Market Development And Economic Growth: The Causal Linkage Journal Of Economic Development 33 Volume 29, Number 1, June.

كذلك تلخص بيانات الجدول (2) العلاقة السببية بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية والتى تشير إلى أن معلمات المتغيرين *TV/Y* و *TO/Y* معنوية وبالتالي يمكن قبول منهجية التنمية المالية المؤدية إلى النمو الاقتصادي (Growth-led finance) . ويترتب على ما سبق نتيجتان رئيسيتان:

أولا : أن التغيرات قصيرة الأجل فى مؤشرات النمو المالي تعد مسئولة جزئيا عن التغيرات المستقبلية فى معدلات النمو الاقتصادي ، بمعنى تسريع مدلات التطوير والتنمية المالية تؤدى أرتفاع معدلات النمو الاقتصادي .

ثانيا : أن كل متغير على حدة له تأثير قوي على معدلات النمو الاقتصادي وذلك من خلال التغير فى متغيرات الخطأ التصحيحي Error correction terms (ECTs) وهى ذات معنوية وأشارات صحيحة . كما تشير هذه المتغيرات إلى هناك آلية لتصحيح الخلل فى التوازن بين التنمية المالية من ناحية والتنمية الاقتصادية من ناحية أخرى . هذه النتيجة تؤكد العلاقة السببية والمستقرة بين كل من التنمية المالية والتنمية الاقتصادية .

الجدول (2)

نتائج السببية لجرانجر فى نموذج Vector Error Correction Model

المؤشر المالي	TV/Y	TO/Y
التمويل المؤدي للنمو(مؤجل لفترة)	1.330 **(6.237)**	2.308 **(15.53)**
النمو المؤدي للتمويل	-0.3712 **(-5.1881)**	-0.1408 **(-2.9024)**

Guglielmo Maria Caporale, Peter G. A Howells, And Alaa M. Soliman (2004) Stock Market **Source:** Development And Economic Growth: The Causal Linkage Journal Of Economic Development 33 Volume 29, Number 1, June.

القسم الثالث

الدور المتوقع لسوق الأوراق المالية فى التنمية الاقتصادية فى ليبيا

إن القراءة الفاحصة والدقيقة والنظرة التحليلية لاستراتيجة العمل للفترة القادمة (2007 -2009) التى وضعها سوق الأوراق المالية الليبي تؤكد أن المشرع يعى تماما الدور الهام الذى يمكن أن يلعبه هذا السوق فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية فى ليبيا خاصة إذا ما إكتملت البنى التشريعية والمؤسسية والبشرية لهذا السوق الوليد حيث يعتبر وجود إستراتيجية و خطة عمل طويلة الأجل لاى مشروع من أهم العوامل التي تساعد على نجاحه وتحقيقه. وفيما يلى ملخص لهذه الاستراتيجية :

" إن وجود سوق مالي كفؤ لا يتأتى إلا من خلال تطوير عدة أمور هامة تتعلق بهيكلة السوق ولوائحه وتنظيماته والتقنيات المستخدمة به والعناصر البشرية التي تديره من داخل السوق وخارجه كما لا يمكن إغفال دور التوعية والتثقيف في نجاح السوق المالي.وبناء على ماسبق فأن الاتجاه الحالى يتمثل فى وضع إستراتيجية عمل تقوم على ثلاث محاور رئيسية ويتم تنفيذها على مدار الثلاث سنوات القادمة (2007 – 2009) هذه المحاور الثلاثة هى: صياغة الإستراتيجية وتنفيذها وأخيراعملية التقييم والرقابة "

أولا- صياغة الإستراتيجية : وتتناول **رؤية مستقبلية** تتلخص فى جعل إقامة وتطوير سوق للأوراق المالية فى ليبيا ركيزة هامة من ركائز دعم وتعزيز التنمية الاقتصادية فى ليبيا وذلك عن طريق المساهمة في تنظيم الشركات والمؤسسات الاقتصادية الليبية وتطويرها من خلال إقرار وتفعيل مفاهيم الشفافية والإفصاح والحوكمة والمعايير الدولية للمحاسبة والمراجعة وإتاحة الفرص الاستثمارية المناسبة أمام المستثمرين الوطنيين والأجانب وحمايتهم من المخاطر . وفى ضوء ذلك فان **المهمة** تتمثل فى وضع آلية محددة لتنظيم وتطوير السوق المالي الليبي بحيث تساهم هذه الآلية في توفر التمويل المتوسط والطويل الأجل، وتساعد على خلق جاذبية للأوراق المالية و تضمن سهولة تسييل الأوراق المالية وتساعد على تغيير النمط الاستهلاكي والاستثماري للإفراد وتوفر الآلية المناسبة لمقارنة الفرص الاستثمارية وتمكين أصحاب رؤوس الأموال من تنويع ماحفظهم الاستثمارية وجذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية.

وتسعى السوق فى مهمتها هذه إلى تحقيق عدة **أهداف** إستراتيجية من أهمها الاهتمام بأولويات تحقيق و انجاز وتطوير الخطط الرئيسية كزيادة الوعي العام بثقافة الاستثمار في الأسواق المالية لدى جميع مكونات المجتمع و تأهيل وتدريب العناصر البشرية والكوادر اللازمة للعمل في السوق,ووضع التشريعات والنظم واللوائح المنظمة لعمل السوق . وإختيارمقرات سوق الأوراق المالية الليبي وإدخال التكنولوجيا الحديثة اللازمة لمزاولة عمل السوق والانضمام للمنظمات الدولية والإقليمية ذات العلاقة . ولتحقيق ذلك يتم وضع عدد من **السياسات** من أهمها تدريب العناصر الوطنية على عمليات السوق فى الداخل والخارج والاستعانة بالخبرات والكفاءات العربية والدولية فى مجال الاسواق المالية والحصول على افضل التقنيات العالمية لانظمة التداول والمقاصة والحفظ المركزى وزيادة الوعى العام بالاستثمار فى الاسواق المالية وابرام اتفاقيات ومذكرات تفاهم مع مختلف الاسواق المالية الإقليمية والدولية .

ثانيا- تنفيذ الإستراتيجية : فى هذا الاطار سوف تقوم سوق الأوراق المالية بوضع عدد من البرامج التى تغطى المجالات السابق الاشارة إليها فى صياغةالاستراتيجية والتى من أهمها ما يختص ببرامج تدريب الكوادر البشرية للعمل في سوق الأوراق المالية الليبي , وبرامج وضع القواعد واللوائح المنظمة لعمل السوق .وبرامج تأسيس البنية الأساسية لهياكل السوق , وبرامج وضع قائمة بمعايير المحاسبة الدولية وتدريب محاسبي الشركات والمؤسسات المستهدفة بالإدراج على تطبيقها.وبرامج وضع قائمة بمعايير المراجعة الدولية وتدريب المحاسبين القانونيين المسجلين لدى السوق وبرامج القيام بحملات توعية وعقد الندوات والمؤتمرات ذات العلاقة وتوثيق العلاقات مع المؤسسات والهيئات الوطنية والدولية . بلاضافة إلى وضع جدول لتطبيق المعايير الصادرة عن المنظمة الدولية للأوراق المالية . هذا بلاضافة إلى تنفيذ البرامج المتعلقة بقيد وأدراج الشركات و تكوين سجلات المساهمين وايداع الاوراق المالية وإعداد مشروع قانون نهائي ومتكامل لسوق المال الليبي وتأسيس هيئة سوق المال الليبي وشركة للايداع المركزى والمقاصة . وبالطبع فان ذلك يتطلب إعداد **ميزانيات** تقديرية توضح التكلفة والمنفعة لكل برنامج مخطط. بالاضافة إلى إتحاذ **الإجراءات** العملية للحصول على التمويل اللازم ووضع الخطط الاستثمارية المناسبة لتغطية نفقات كل البرامج الواردة بالإستراتيجية بما يؤدى إلى اعتماد السوق مستقبلا على إيراداته الذاتية.

ثالثا :المتابعة و التقييم : ومن أهم متطلبات هذه المرحلة وضع تقارير شهرية عن مدى التقدم في تنفيذ البرامج من قبل رؤساء الفرق . وتقديرالتكلفة الفعلية مقارنة بالتكلفة المقدرة لكل برنامج و تقارير سنوية عن نشاط السوق بشكل عام .هذا بالاضافة إلى وضع تقرير نهائي عن البرامج التي نفذت . وأخيرا وضع الاقتراحات والتطويرات اللازمة للبرامج تحت التنفيذ .ومراجعة الإستراتيجية

إن وضع هذه الاسترتيجية لم يكن محض صدفة أوآتيا من فراغ ، فقبل ذلك بسنوات عديدة كان المشرع الليبي يمهد الطريق تدريجيا لولادة هذا السوق الجديد . وفى هذا الخصوص، يمكن أن نقدم نبذة مختصرة عن تلك التشريعات الليبية سواء تلك التى لها صلة مباشرة بمنظومة سوق الأوراق المالية أو تلك التى لها علاقة غير مباشرة بها. ففيما يختص بتلك التشريعات التى ذات الصلة غيرالمباشرة بهذه المنظومة تعرض القانون التجاري الليبي الصادر عام 1954 إلى سوق الأوراق المالية بالإشارة فقط وبصور غير صريحة عندما تعرض لتحديد قيمة الأسهم السوقية وإصدار السندات ... إلخ. (بادى:2004 : ص171)، وأشارت المادة رقم "10" من قرار اللجنة الشعبية العامة رقم "198" لسنة 2001 بإنشاء الهيئة العامة للتمليك وبأن تقوم المصارف التجارية وغيرها من الجهات المخولة قانوناً بور الوسيط فى تداول وبيع وشراء أسهم الشركات والوحدات الاقتصادية المملوكة للمتعاملين، وبينت خطة التحول الاقتصادي (2002-2006) أنه خلال فترة الخطة وتدريجياً يشرع في إقامة سوق للأوراق المالية، وتنظيم عملها وتطويرها وتقوية مؤسساتها بما يتلاءم مع تطورات البيئة المالية.

وتناول القرار رقم "49" لسنة 2002 بشان إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم "21" المادة "24" بان يكون تأسيس الشركات المساهمة عن طريق الاكتتاب العام، وتحدد بقرار من أمانة اللجنة الشعبية العامة الجهات التي يسند إليها إنشاء سوق الأوراق المالية الصادر في الجريدة الرسمية العدد (10) لسنة 2002.

كما أشار قرار اللجنة الشعبية العامة رقم "31" لسنة 2001 بشأن لائحة التمليك وبموجب المادة "42" إلى أنه في حالة إنشاء سوق للأوراق المالية وقبول أسهم الشركات للتداول، يكون بيع الأسهم وفقاً للقواعد التي يضعها السوق والإجراءات المتعلقة بذلك.

أما فيا يختص بتلك التشريعات ذات الصلة المباشرة بجهود إنشاء سوق الأوراق الليبى، فقد فطن المشرع إلى أن ليبيا أصبحت فى حاجة ملحة لاقامة سوق للأوراق المالية . فهى ضرورة فرضتها التغيرات التى طرأت على البيئة الاقتصادية المحلية بالإضافة إلى تلك التى طرأت على الساحة الدولية . فالنتائج غيرالمشجعة لتجربة التمليك السابقة فى غياب منظومة متكاملة لسوق للأوراق المالية، وما ترتب عنها من تدني كفاءة أداء المؤسسات المملوكة للدولة، بالإضافة إلى الضعف الواضح فى الإقبال على الاكتتاب في أسهم المنشآت المطروحة للخصخصة، أكد للمشرع أن إنشاء سوق للأوراق المالية ليس ترفا ولا مجرد محاكاة لتجارب الدول الأخرى فى نفس المجال ولكنها ضرورة تمليها مقتضيات المرحلة الحاسمة التى تمر بها ليبيا حاليا والتى تجعلها فى مفترق طرق. أن التشريعات ذات الصلة المباشرة بهذا الشأن لتؤكد أن إختيار القائمين على الأمر كان لديهم الجرأة والحكمة فى هذا الخيار لأنة يمس قضية هامة تتعاق بمستقبل الأجيال القادمة ؛ إنها قضية الدور التنموي لسوق الأوراق المالية فى عملية التنمية الاقتصادية. (**القذافي ، سيف الأسلام معمر** (2000)

وكبداية لإقامة سوق منظم للأوراق المالية في ليبيا ، صدر قرار محافظ مصرف ليبيا المركزي رقم "9" لسنة 2004 بإنشاء قسم تداول الأسهم بإدارة الحسابات والاستثمار، وأجازت المادة الثانية منه بإنشاء مكاتب لتداول الأسهم بفروع المصارف التجارية تتبع هذا القسم وتخضع لإشرافه، ويصدر بإنشائها قرار من المحافظ وتتولى أعمال الوساطة المالية، وقد ألغي القرار المشار إليه بموجب قرار أمانة اللجنة الشعبية العامة رقم "105" لسنة 2005 الذي أسند إنشاء سوق للأوراق المالية لأمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة.

وفيما بعد، توالت التشريعات الصادرة في ليبيا بشأن إنشاء سوق للأوراق المالية ومنها قرار اللجنة الشعبية العامة رقم "31" لسنة 2003 بشأن إصدار لائحة تمليك الشركات والوحدات الاقتصادية العامة، وقرار أمانة اللجنة الشعبية العامة رقم "313" لسنة 2003 بشأن اعتماد برنامج إعادة هيكلة الشركات العامة الإنتاجية (توسيع قاعدة الملكية)، بأن يتم تحديد رأس مال الوحدة الاقتصادية الجديدة بقيمة الأسهم المكتتب فيها، ويتم تمويل قيمة الأسهم من المكتتبين مباشرةً والأصل في ذلك السداد النقدي على أنه يجوز الاستفادة من الأموال المتاحة من مصادر أخرى (الهوني: 2002 : ص 126) حيث بدء الاكتتاب في أسهم بعض الشركات بالطرح العام للجمهور منذ أواخر عام 2003، ونظراً لغياب سوق الأوراق المالية فقد تم تكليف مكاتب محرري العقود لإتمام عملية الاكتتاب، بالرغم من وضع خطة زمنية لبرنامج تسويق الوحدات المطروحة للخصخصة في ليبيا إلا أنه بعد الإعلان عن الاكتتاب قد واجهت عملية الاكتتاب العديد من المصاعب، منها عدم إقبال المستثمرين على الوحدات المطروحة للاكتتاب، مما أضطراالمعنيين بالأمر إلى مراجعة برنامج تسويق الملكية المطروحة، وقيام اللجنة الشعبية العامة بإجراء بعض التعديلات على التشريعات الصادرة بهذا الخصوص، والتي منها القرار رقم "100" لسنة 2004 بشأن تحديد بعض الأسس والضوابط وتحديد

القيمة المالية لبعض الوحدات الاقتصادية العامة لأغراض نقل ملكيتها، والقرار رقم "180" لسنة 2004 بتعديل بعض الأحكام في شأن قرار رقم "100" المشار إليه وأجاز القرار المعدل للهيئة تعديل شكل التملك على ضوء نتائج طرحها للتمليك ومقتضيات التنفيذ، وكذلك تعديل المادة "5" بأن يتم تحصيل قيمة التملك على أقساط دورية خلال مدة لا تتجاوز "6" سنوات بما في ذلك فترة سماح لمدة سنة اعتباراً من تاريخ إبرام العقد على أن تكون مضمونة بسندات مالية، ويجوز تمديد مدة السداد سنتين إضافيتين لبعض الوحدات وفقاً لمقتضيات قيمة التمليك وظروف وطبيعة نشاط الوحدة بناء على عرض الهيئة. (بادى : 2004 : ص 182).

كذلك صدر قرارأمانة اللجنة الشعبية العامة رقم 242 لسنة 2003 بإسناد مهمة إنشاء سوق الأوراق المالية إلى مصرف ليبيا المركزى طبقا للمادتين رقم 49 و50 من مواد اللائحة التنفيذية للقانون رقم 21 لسنة 2002 وإلغاء قرار محافظ البنك المركزى رقم 9 لسنة 2004 بشأن إنشاء قسم تداول الأسهم بإدارة الحسابات و الاستثمار .كما صدر أيضا قرارا من أمانة اللجنة الشعبية العامة رقم 105 لسنة 2005 بشأن إلغاء القرار رقم242 بإسناد مهمة إنشاء سوق الأوراق المالية لأمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة .

ويعد قرار اللجنة الشعبية العامة رقم 134 لسنة 2006 بإنشاء سوق الأوراق المالية وإصدار نظامه الأساسي وبحق نقطة تحول هامة فى تاريخ النظام المالى الليبى . فمن خلال دراسة واقع الاقتصاد الليبي وتجربة الخصخصة وغياب سوق نشطة للأوراق المالية ، تبين ان الجهود الليبية نحو توسيع قاعدة الملكية تتطلب إنشاء مثل هذه السوق لأنها سوف تكون بمثابة حجر الزاوية فى إنجاح برامج الخصخصة، وإزالة بعض العوائق أمام مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي من خلال تطويره لعنصر الآمان للمستثمرين بضمان بيع أصولهم المالية متى رغبوا في ذلك، وتوفير الشفافية من خلال إلزامه للشركات بإصدار تقارير دورية تكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين، وتقديمه لفرص متعددة للاستثمار.(حمدو، 2004:ص 23) . ومن هنا يتبين أن إنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية في ليبيا والعمل علي إنجاح برامج الخصخصة أمران متلازمان يتحققان ضمن مجموعة من الإجراءات التي تهدف إلي إعادة هيكلة الاقتصاد الليبى سعيا وراء تحقيق التنمية الاقتصادية بشكل عام. إن خطوة إنشاء سوق للأوراق المالية ضمن أنظمة مصرفية ومالية متطورة تعد من أهم التحديات التى تواجه راسمى السياسة الاقتصادية فى ليبيا وذلك لأنها تمس قضية التنمية الاقتصادية فى الصميم .

إن إنشاء وتطوير سوق للأوراق المالية يعد شرطا ضروريا فى إنجاح جهود التنمية الإقتصادية في ليبيا ،إلا أن ذلك لايعد شرطا كافيا وذلك لأنه يتطلب توافرعوامل أخرى عديدة منها، ضرورة تطوير البنية المؤسسية وتحريروحداتها من اللوائح والقيود الإدارية ، وإدخال التكنولوجيا الحديثة للاتصالات والمعلومات وخلق وتطوير الأدوات المالية التي لا تقتصرفقط علي مجرد إصدارأوراق مالية. إن عدم إتاحة هذة الشروط هى التي تسبب تواضع مردود النظام المالى فى ليبيا على عملية التنمية الاقتصادية فيها . وعليه فان البدئ بإنشاء هذه السوق تمثل الخطوة الأولي في طريق تحقيق التنمية المالية الشاملة اللازمة بدورها لتسريع عجلة التنمية الاقتصادية . فليس بالقانون أو اللائحة ينشأ وينشط سوق الأوراق المالية وإنما بوجود البيئة الملائمة والسلعة

الجيدة والجهاز المدرب والخبرات اللازمة لإدارة هذا السوق علي المستوي المأمول. (عبد الرحمن،2006:ص12). وفيما يلى نستعرض فى لمحة سريعة أهم الملامح الأساسية للنظام المالى الليبى ، فهو يتضمن مصرفاً مركزيا (مصرف ليبيا المركزي) وخمسة مصارف تجارية (المصرف التجاري الوطني، مصرف الجمهورية، مصرف الأمة، مصرف الوحدة، مصرف الصحاري) واربعة مصارف متخصصة (مصرف التنمية، مصرف الادخار والاستثمار العقاري، المصرف الزراعي,المصرف الريفي) والمصرف العربيالخارجي، وخمسة مصارف اهلية(مصرف التجارة والتنمية , المصرف الاهلي للتنمية والاستثمار, مصرف الاجماع العربي , مصرف الامان , مصرف الوفاء) وستة شركات تعمل فى سوق التأمين(شركة ليبيا للتأمين,الشركة المتحدة للتأمين,شركة الصحاري للتأمين,شركة الليبو للتأمين,شركة الثقة للتأمين,الشركة الافريقية للتأمين)، وصندوق الضمان الاجتماعي، والشركة العربية الليبية للاستثمارات الخارجية. والاقتصاد الليبي مثله مثل أي اقتصاد نامي يفتقر إلى وجود سواق مالي متطورة (سوق نقدي وسوق رأسمالي) فسوق رأس المال الأولى الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة يكاد يكون معدوما . فالمنشات العاملة فى الاقتصاد معظمها صغير الحجم، وحتي الكبير منها ليس متاحا للعامة (الأفراد) لشراء أسهمها،ممايعني أن الأصول المالية المتوفرة محدودة جدا، يضاف إلى ذلك أن معرفة الأفراد بالاستثمار فى الأوراق المالية هي معرفة محدودة للغاية، لهذه الأسباب ، فإن بدائل الاستثمار المتاحة أمام الأفراد فى ليبيا تعد محدودة للغاية ، فهم ينتقلون من الأصل النقدى إلى الأصول الحقيقية وبالعكس ، لأنها ببساطة تتميز بانخفاض نسبة المخاطرة وارتفاع العائد، وعليه فأن الأصول الحقيقية تعد فى الغالب البديل الوحيد الموجود فى ليبيا لينافس النقود. (ضو : 2000 : ص 19).

وعموما يمكن أن نلخص كيف ستساهم سوق الأوراق المالية الوليدة فى عملية التنمية الاقتصادية فى ليبيا وذلك فيما يلى:

1- تعبئة المدخرات ورؤوس اللأموال طويلة الأجل.

تساهم سوق الإوراق المالية فى تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي، حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة، والعائد، والسيولة، ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها فى أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم. والتخصص فى تقييم المشروعات الاستثمارية واختيار أكثرها إنتاجية فالسوق الأولي، والذي يمثل عرض الأوراق المالية فيه الطلب على الاستثمار، يقدم الفرصة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم ويتيح للشركات مصدرا خصبا لتمويل احتياجاتها، بينما يلعب سوق التداول دوراً هاماً بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب فى إصدار أوراق مالية جديدة، هذا علاوة على ما يوفره سوق التداول من سيولة لحاملة الأوراق المالية تتيح لهم التخلص من الورقة المالية فى أقرب وقت والحصول على المزيد وقتما شاءوا ومثل هذه الميزة من شأنها أن تشجع على التعامل مع سوق الإصدار، وأن تحفز المستثمرين على شراء الأوراق المالية التي تطرحها الشركات للبيع، وتكمن أهمية سيولة أسواق الأوراق المالية لعملية التنمية الاقتصادية فى أن الكثير من

الاستثمارات المربحة تحتاج إلى تمويل طويل الأجل فى حين أن المدخرين لا يفضلون فقدان السيطرة على مدخراتهم، وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية في ليبيا عليه أن يوفر أصولا مالية يمكنهم بيعها بسهولة وسرعة مع انخفاض درجة المخاطرة فيها من خلال ما توفره من فرص للمستثمرين لتنويع محافظهم المالية. (محي الدين:2001: ص1).

وبالاضافة إلى الدور الهام لسوق الأوراق المالية فى تعبئة المدخرات المحلية، فانها تقوم بدور الموجه للمدخرات الأجنبية لتتدفق فى صورة إستثمارات أجنبية مباشرة وفى تكوين محافظ من الأوراق المالية بدرجة تساعد البلاد على تجنب الاعتماد المفرط على الاقتراض وزيادة عبئ الدين الخارجى وخدمتة فى المستقبل.

2- إدارة المخاطر المالية .

تقوم مؤسسات الوساطة المالية فى ليبيا بعملية توزيع الموارد المتاحة للإقراض والاستثمار بين المشروعات الاقتصادية المختلفة عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر وإدارتها وفقا لمحددات الاستثمار ومعايير العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة به، بما يخفض من تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد، هذا علماً بأن أجهزة الوساطة المالية، فى النظام المالي لا تنظر فقط إلى استخدامات جارية أفضل للموارد ولكنها تأخذ باعتبارها أيضاً الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيص أفضل للموارد عبر الزمن وتحفيز التقدم التكنولوجي لتحقيق معدلات النمو المنشودة وضمان إستمراريتها. (خطيب: 2001: ص13)

3- تخفيض تكلفة المعلومات وتسعيرها.

سوف تقدم سوق الأوراق المالية الليبية للمستثمرين المعلومات وتعممها بحيث تعكس الأسعار الحقيقية للأوراق المالية، كما ستوفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات والمؤشرات عن مستوى الجدارة الائتمانية للمقترضين، وبيان جدوى المشروعات، وفرص الاستثمارات المربحة، الأمر الذي سيساعد المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الصحيحة منتفعين فى ذلك من مزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية فى عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها. (السرابي، 1987:ص51)

4- إحكام الرقابة على إدارة الشركات.

تسهم سوق الأوراق المالية الليبية بما توفره من معلومات فى إحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشات والشركات والمشاريع ورصد استثماراتها، علاوة على مساهمتها فى التوجيه الإداري للشركات.. إلخ، والرباط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المنظمين لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك ويتفق عدد من الاقتصاديين على أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتطلب أن يكون القطاع المالي بأسره يعمل بكفاءة، بحيث يترتب على ذلك مجموعة من الآثار الخارجية الإيجابية مثل التحسن فى عمليات الوساطة المالية واحتمالات نقل الخبرة والتكنولوجيا، ومن ثم فإن سوق

الأوراق المالية الليبي سوف يسهم في تطوير أعمال المصارف وعليه تحفيزهاعلى تحسين كفاءتها ومستوي خدماتها وأعادة صياغة سياساتها .

5- التحوط ضد التقلبات السعرية وعمليات المضاربة.

مع التطور الذي سيلحق بسوق الأوراق المالية الليبي الوليد سوف تزداد المخاطر المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة، ولاسيما مخاطر المضاربة، حيث ستسمح السوق بتوجيه المضاربين نحوتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة منخفضة إستجابة للتغيرات فيما هو متاح من معلومات حقيقية وليس كنتيجة لانتشار الشائعات وتبدل الحالة النفسية للمتعاملين التى قد تسفر عن حدوث تقلبات مفرطة فى العوائد، وبالتالي إضعاف ثقة المتعاملين فى مستوى أداء السوق المالي، إن توفير السوق للمعلومات والبيانات الدقيقة عن الشركات المقيدة بسبب إلتزامها بمعايير الشفافية والافصاح سوف يساهم فى تخفيف حدة هذه الضغوط المضاربية الناجمة عن موجات عن التفاؤل والتشائم المفرطين ،أن قيام السوق بتوجيه الموارد المتاحة المالية للمتعاملين نحو الأغراض الإنتاجية وبعيداًعن المضاربة سوف يعمل على إستقرار أسعار الفائدة الحقيقية ومن ثم زيادة معدلات الاستثماروالتنمية فى ليبيا. (القماطى،1997:ص 18)

النتائج والتوصيات

مما تقدم يخلص الباحثان إلي مجموعة هامة من النتائج يوردها فيما يلى :

1- فرضت التغيرات الاقتصادية التي شهدتها الساحة الدولية خلال الثلاثة عقود الأخيرة من القرن الماضي، والسنوات الأولي من هذا القرن واقعا اقتصاديا أثر بشكل كبير ومباشر في البيئة الاقتصادية في ليبيا، فقد صدرت العديد من التشريعات بهدف إحداث بعض التغيرات الاقتصادية ومن بينها انتهاج سياسة الخصخصة، وبداية إنشاء سوق منظم للاوراق المالية نظرا لدوره الكبير في تنشيط الاقتصاد وإنجاح عملية الخصخصة.

2- واجهت برامج الخصخصة في ليبيا مشاكل متعددة أدت إلي تعثرها وفشلها في الكثير من الحالات.وكان من أهمها عدم وجود آلية مناسبة لتجميع المدخرات التي بحوزة المواطنين مما ترتب عليه ضعف القدرة الاستيعابية للملكية المطروحة وتعثر عملية الاكتتاب في الأسهم.ولقد كان من أهم هذه العقبات عدم وجود هذا السوق المنظم الذى أدى إلي تعثر عملية تقييم الشركات والوحدات الاقتصادية المعروضة للخصخصة. كذلك أدي عدم وجود سوق للأوراق المالية إلى عدم شعورالمستثمرين بالأمان من حيث قدرتهم علي تحويل الأسهم التي بحوزتهم إلي سيولة بيسر وسهولة، مما تسبب في ضرر للمستثمرين الذي اكتتبوا بالشركات المساهمة وهو ما أدى إلى إنخفاض قيمة الأسهم عن قيمتها الاسمية بدرجة كبيرة.

3- أدي عدم وجود سوق للأوراق المالية إلي إنخفاض مستوى الاعلام المالي مما ترتب عليه ما يلي:

أ- عدم وجود الوعي المالي لدي المستثمرين مما نتج عنه عدم قدرتهم علي تحليل الأوضاع المالية للمنشآت المكتتب فيها.

ب- عدم الاهتمام بالمعلومات المنشورة عن الشركات المطروحة للخصخصة وعدم قدرة المستثمرين علي المقارنة بين المنشآت العاملة في السوق وغيره.وبقاء الإدارات القديمة وما ترتب عليه من تدني مستوي إنتاجيتها ووضعها المالي.

ت- أدى عدم وجود سوق للأوراق المالية إلي عدم قدرة الشركات في الاقتصاد بصفة عامة والمطروحة للخصخصة بصفة خاصة، على الحصول على التمويل باصدارالأسهم مما اضطرها إلي اعتماد اغلبها علي التمويل بالاقتراض بنسبة 100%.

وفى ضوء هذه النتائج فان الباحثان يوصيان بما يلى:-

1- إعادة النظر في النظم القائمة والتشريعات والقوانين التي كانت تعمل في ظل الاقتصاد الموجه ومنها النظام التشريعي والمالي والاقتصادي والإداري. والعمل علي عدم تدخل أجهزة الدولة في سوق الأوراق المالية إلا بما يسمح بتنظيمه وترك آلية السوق الرشيدة هي معيار الرقابة.

2- توفير المقومات الأساسية للسوق المالية وخلق وضع يتم من خلاله تطوير مزايا تنافسية بين الشركات والمنشآت بما يضمن استمرار بقاء الشركات و المنشآت ذات الكفاءة التشغيلية، والتأكيد علي دور السوق المالية في عملية الخصخصة.

3- الحرص علي أن تكون قيمة أسهم الشركات المسجلة بالسوق صغيرة قدر الإمكان لضمان مشاركة صغار المستثمرين بالسوق وتسهيل عملية تصريف الأسهم، مع دراسة الظروف الاقتصادية بصفة عامة وتقدير القدرة الاستيعابية للمدخرات على شراء الملكية المطروحة للبيع.

4- تكوين الهياكل التنظيمية المناسبة لتطوير نظم المعلومات، وتوفير العوامل التي تزيد من ثقة المستثمرين في السوق، والتأكيد علي الإفصاح الشامل وضمان الشفافية، مع إدراك دور الأنظمة المحاسبية في توفير البيانات اللازمة لاتخاذ القرارات للشركات التي يتم إدراجها في السوق. والتأكيد علي أهمية الرقابة علي أعمال الشركات المساهمة في السوق المالي.

5- التحول التدريجي لعملية الخصخصة وفقا لآليات السوق مما يسمح بالتحكم في توقيت ومعدلات التحول في الملكية، واحتفاظ الدولة مرحليا بالملكية الجزئية كدعم لعملية نقل الملكية.

6- التقييم المستمر لعملية الإصلاح الاقتصادي والخصخصة وسوق الأوراق المالية وتشجيع البحوث والدراسات والندوات والمؤتمرات بهذا الخصوص.

7- القيام بعدة وسائل مساعدة لإقرارفاعلية المشروعات التنموية في ليبيا من خلال ما يلي:

أ- القيام بإجراء دراسات جدوى اقتصادية لكل مشروع قبل إقامته ودراسة تقييم أدائه أثناء تشغيله.

ب- الأخذ بمبدأ التخطيط العلمي الشامل لكافة مراحل العملية الإنتاجية في الشركات والمنشآت مع توفر السبل لرفع إنتاجية العمل بها.

ج- تعميق التعليم المهني والعمل علي توسيع برامجه في الحقلين التدريبي والمهني لغرض إكساب العاملين المهارات والقدرات المطلوبة لمواكبة التغيرات والتطورات الفنية الحديثة. كذلك إيجاد حوافز مادية ومعنوية للعاملين لأنها تشكل احدي دعامات النهوض بمستوي الإنتاجية.

د- اعتماد أساليب جديدة ونظم تسعير عملية للمنتجات والعمل علي التسعير وفقا لمؤشرات تعكس التكاليف الحقيقية للإنتاج المحقق.

8- الاهتمام ببرامج التدريب والتأهيل في الوحدات الإنتاجية والاقتصادية وذلك لمواجهة كثرة العطلات الفنية. وقلة المهارة,وهي تعتبر سببا مهما في تخلف الإنتاج، وبالتالي فإن استمرار المشاركه بالعمل في ظروف لا تستطيع الإدارة فيها التأثيرعلى عدد العمال ونوعيتهم والحوافز المقدمة أدي بالضرورة إلي انخفاض الإنتاج والإنتاجية في هذه المشاركه.

خلاصة القول، إن من الضروري قيام الجهات المختصة بتحديث وتطوير شامل للأنظمة الالكترونية بما فيها التداول والإشراف وتنفيذ العمليات والتسوية والمقاصة والحفظ المركزي والرقابة، وفقا لأحدث الأنظمة في سوق المال العالمية، وإحداث تطوير تشريعي يتعلق باستخدام المعلومات الداخلية والممارسات التي قد تؤدي إلي التلاعب في الأسعار، وشفافية السوق والإفصاح عن المعلومات علي أساس المعايير الدولية للمحاسبة والمراجعة وفرض غرامات في حالة عدم الالتزام، والحد من تدخل إدارة سوق الأوراق المالية في أعمال الشركات عند وقف النشاط أو التصفية، وفي قرارات الجمعيات العمومية في التصرف في أموال الشركات، وإدخال شركات صناع السوق ومصارف الاستثمار، بالإضافة إلي توفير أدوات مالية جديدة، ومكافحة الفساد المالي والإداري، والسير علي هذا الطريق، ربما قد يواجه بعض الصعوبات وقد يتعرض لبعض النكسات ولكن الباحث، علي ثقة أن تنفيذ هذا العمل البناء إذا ما طبق بروح الثقة والمسئولية، سيساعد علي تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

أولاً :- المراجع العربية

1-الكتب

- الحنـاوي، محمـد صـالح (2006)، تحليـل وتقيـيم الأسـهم والـسندات، الـدار الجامعيـة للنـشر، الإسكندرية،مصر.
- السعيد، هالة حلمي (1999)، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية، مطبعة مصر المعاصرة، القاهرة، مصر.
- العنتري، سلوى (2005)، القطاع المالي وتمويل التنمية في مصر (التطور والاستشراف حتى عام 2020)، المكتبة الأكاديمية ، القاهرة ، مصر
- الفقى ، فخرىالدين على (2006)، النقود والبنوك والأسواق المالية ، دارالنهضة العربية ، القاهرة ،مصر .
- المنذري، سليمان (1987)، الأسواق العربية لرأس المال (نشأتها التاريخية وخصائصها الأساسية وإمكانيات التكامل فيما بينها)، دار الرازي، بيروت، لبنان.
- حنفي، عبد الغفار (2005)، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.
- خربوش ، حسني – أرشيد، عبد المعطى - جودة، محفوظ (1998)، الأسواق المالية مفاهيم ومعطيات، دار زاهرن للنشر، عمان، الأردن.
- هنـدي، منيـر إبـراهيم (2003)، أساسـيات الاسـتثمار فـي الأوراق الماليـة، منـشأة المعـارف، الإسكندرية، مصر.
- ___________(2006) الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية،مصر.

2- **المجلات العلمية والنشرات الدورية**

- الشراح، رمضان (2000)، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية المتكاملة لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة المال والصناعة العدد (12)، بنك الكويت الصناعي، الكويت .
- الشريف، أحمد سعيد (1997)، مداخل استراتيجية لإنشاء سوق المال في ليبيا، الهيئة القومية للبحث العلمي، مجلة البحوث الاقتصادية المجلد رقم (8) العددان (1/2) ، بنغازي، ليبيا.
- السرابي ، جمال عبد اللطيف (1987)، دور المعلومات الداخلية في الاسواق المالية، ندوة أهمية المعلومات والأفصاح في بورصات الأوراق المالية، القاهرة ، مصر .
- الطبولي ، أبو القاسم عمر (2005)، تفعيل سوق الأوراق المالية في ليبيا، سوق الأوراق المالية ، الإدارة العامة للدراسات الاقتصادية والاستثمار، طرابلس، ليبيا.
- القماطى، عالم مفتاح (1997)، إمكانية إنشاء سوق مالي ليبيا، ندوة دور المؤسسات والأسواق المالية في إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي، مركز بحوث العلوم الاقتصادية، بنغازى، ليبيا.
- المغبوب، محمود عبد الحفيظ (2005) سياسات واجراءات تفعيل السوق الليبية للأوراق المالية، سوق الأوراق المالية، الأدارة العامة للدراسات الاقتصادية والاستثمار، طرابلس، ليبيا.
- الميداني، أيمن عزت (1996)، الخصخصة ودور البورصات والمؤسسات المالية في التنمية الاقتصادية، اتحاد البورصات العربية وهيئات سوق المال، القاهرة ، مصر .
- بادى، محمود محى الدين (2004)، الشركات المساهمة: دورها في إعادة هيكلية الأقتصاد بالسوق المالية، ندوة دور المؤسسات والأسواق المالية في اعادة هيكلية الاقتصادى الليبى، مركز بحوث العلوم الاقتصادية، بنغازى، ليبيا.
- رمضان، سعيد عبد السلام (2006)، وظائف سوق الأوراق المالية، جريدة مال وأعمال (صحيفة اقتصادية)، غرفة التجارة والصناعة، 2006/11/8، السنة الأولي، العدد العاشر ، طرابلس ، ليبيا
- زغلول، فتحية (1994)، نظم المعلومات اللازمة لتداول الأوراق المالية في البورصة في تحرير القطاع الصناعي في مصر في ظل المتغيرات المحلية والعالمية، معهد التخطيط القومي، القاهرة، مصر.

- سمك، نجوى عبد الله (1998)، علاقة النمو المالي بالنمو الاقتصادي – دراسة مقارنة بالتطبيق على مصر والمغرب والأردن، مؤتمر كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر.
- صندوق النقد الدولي (2005)، تقرير خبراء الصندوق في أطار مشاورات المادة الرابعة لعام 2004، أعدة ممثلو الصندوق في تشاورات عام 2004 مع الجماهيرية العربية الليبية الشعبية العظمى ، طرابلس ، ليبيا .
- صندوق النقد العربي (1999)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة التفصيلية ، القاهرة مصر .
- ضوء، خليفة على (2000)، القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، الإمارات.
- طريف، جليل (2005) بنغازي التطورات الحديثة في بورصة عمان (التجربة الأردنية)، سوق الأوراق المالية، الإدارة العامة للدراسات الاقتصادية والاستثمار، طرابلس، ليبيا.
- عبد السلام، محمد سليمان (2005)، أنشاء سوق المال والتجربة المصرفية، سوق الأوراق المالية، الإدارة العامة للدراسات الأقتصادية والاستثمار، طرابلس، ليبيا.
- عبد الرحمن، خالد – عشم، طاهر، (2005) تجربة بورصة مصر، سوق الأوراق المالية، الإدارة العامة للدراسات الاقتصادية والاستثمار، طرابلس، ليبيا.
- عبد الرحمن، خالد (2006)، تجربة بورصة مصر، ندوة سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية (تجارب – رؤى مستقبلية)، طرابلس، ليبيا.
- عبد السلام ، محمد سليمان (2005) ، أنشاء سوق المال والتجربة المصرية و دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية (تجارب- رؤي مستقبلية)، الإدارة العامة للدراسات الاقتصادية والاستثمارية، طرابلس ، ليبيا.
- عبد اللطيف ، احمد سعد (2005)، تطور سوق المال المصري ، ندوة سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية (تجارب – روىء مستقبيلة) الإدارة العامة للدراسات الاقتصادية والاستثمار، طرابلس، ليبيا.
- محمد ، عبد الجبر السيد طه (1999)، الاتجاهات المعاصرة في المحاسبة و الاستثمارات في الأوراق المالية ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الثالث، كلية التجارة، طامعة عين شمس ، القاهرة، مصر.
- مركز البحوث المالية والمصرفية (1999)، المشكلات القائمة في الأسواق الناشئة، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد رقم (3) المجلد (7)، القاهرة ، مصر .
- محي الدين ، محمود (2001)، النمو الاقتصادي والتنمية المالية وإشكالية تحديد العلاقة النسبية، ورقة غير منشورة ، القاهرة ، مصر .
- هندي، منير (2000)، آليات تنشيط التداول في البورصات العربية، الاستثمار في البورصات العربية، اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، القاهرة ، مصر .
- ياقوت، نوال محمد (1993)، دراسة الدور الحالي لبورصة الأوراق المالية في تطبيق برامج الخصخصة في مصر، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، عين شمس، القاهرة، مصر.
- اللجنة الشعبية العامة (2006)، قرار تنظيم اللجنة الشعبية العامة لقطاع الاقتصادية والتجارة والاستثمار ، طرابلس ، ليبيا.
- اللجنة الشعبية العامة – القرار (134) : 2006)، النظام الأساسي لسوق الأوراق المالية، اللجنة الشعبية العامة لقطاع الاقتصاد والتجارة والاستثمار طرابلس ، ليبيا.

3 – الرسائل العلمية

- القذافي ، سيف الأسلام معمر (2000)، ليبيا والقرن الواحد والعشرين ، رسالة ماجستير ، جامعة ولايةكاليفورنيا ، ترجمة المهمي للثقافة والأداب ، ببيروت ، لبنان .
- بوخطوة ، عبير فضل الله (1999)، أهمية أنشاء سوق للأوراق المالية في دعم برامج الخصخصة وتشجيع الأستثمار الخاص في الأقتصاد الليبي ، رسالة ماجستير ، جامعة قاريونس ، كلية الأقتصاد، بنغازي ، ليبيا.
- حمدو، مفتاح حامد (2004)، برامج الخصخصة في ليبيا، متطلبات ومعوقات ونماذج التقييم والأساليب (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة مار يونس، ليبيا.
- محمد، شاهنياز جمال الدين (2003)، العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي (مع التطبيق علي الحالة المصرية)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة القاهرة، مصر.

ثانياً :- المراجع الأجنبية

- Allen, F. (1993). ‘Stock markets and resource allocation,’ in C. Mayer and X. Vives(eds) Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge: *CambridgeUniversity Press*: 81-108.
- Amartya Sen (2006), Development as Freedom: Development Economics and Economic Growth, *Finance & Development* , IMF, Dec 21:53
- American Economic Development Council (1998), Economic Development in Today's Economy: *A Toolbox Publication from AEDC.*
- Atje, R. and Jovanovic, B. (1993). ‘Stock markets and development’, *European Economic Review,* 37: 632-40.
- Beck, T. and Levine, R. (2001). ‘Stock markets, banks, and growth: correlation or causality?’, *Policy Research Working Paper* 2670, Washington DC: World Bank.
- Becsi, Z. and Wang, P. (1997). ‘Financial development and growth’, *Economic Review,Federal Reserve Bank of Atlanta*, 46-62.
- Bencivenga, V. , and Smith, B.D. (1991). ‘Financial intermediation and endogenous growth’ *Review of Economics Studies*, 58 (2):195-209.
- Bencivenga, V., Smith, B., and Starr, R.M. (1996). ‘Equity markets, transactions costs,and capital accumulation: an illustration’, *The World Bank Economic Review,* 10 (2): 241-65.
- Blackburn, K., Bose, N., and Capasso, S. (2005). ‘Financial development, financing choice and economic growth’, *Review of Development Economics*, 9 (2): 135-49.
- Boyd, J. and Smith, B. (1996). ‘The coevolution of real and financial sectors in the growth process’, *The World Bank Economic Review,* 10 (2): 371-96.
- Capasso, Salvatore (2004). ‘Bankruptcy costs, dilution costs and stock market development’, University of Naples ‘Parthenope’ Working Paper 1 (March).
- Capasso,Salvatore (2006) , , Stock Market Development and Economic Growth,*UN University*,September.
- De Gregorio, J. and Guidotti, P.E. (1995). ‘Financial development and economic growth’, *World Development,* 23: 433-48.
- Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990). ‘Financial development, growth, and the distribution of income’, *Journal of Political Economy,* 98: 1076-107.
- Guglielmo Maria Caporale, Peter G. A Howells, And Alaa M. Soliman (2004) Stock Market Development And Economic Growth: The Causal Linkage *Journal Of Economic Development* 33 Volume 29, Number 1, June.
- Hashem Pesaran & Yongcheol Shin & Richard J. Smith, 2001. "Bounds testing approaches to the analysis of level relationships," *Journal of Applied Econometrics,* John Wiley & Sons, Ltd., vol. 16(3), pages 289-326
- Holmstrom, B. and Tirole, J. (1993). ‘Market liquidity and performance monitoring’, *Journal of Political Economy,* 101 (4): 678-709.

- International Financial Corporation (IFC), (1999), *Emerging Markets Book*, Various Issues, Washington.
- King, R.G. and Levine, R. (1993a). ‘Finance and growth: Shumpeter might be right’, *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-37.
- King, R.G. and Levine, R. (1993b). ‘Finance entrepreneurship, and growth: theory and evidence’, *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-42.
- Korajczyk, R. (1996). ‘A measure of stock market integration for developed and emerging markets’, *The World Bank Economic Review*, 10 (2): 267-89.
- Levine , Ross. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 35(2), pages 688-726, June.
- Levine, Ross & Zervos, Sara, 1998. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 88(3), pages 537-58, June
- Mark mobius, (1996), Emerging Markets and Growth, Pitman Publishing, London.
- Morris, Arthur, (1998).Geography and Development, London, UCL Press, LTD.
- Obstfeld, M. (1994). ‘Risk-taking, global diversification, and growth’, *American Economic Review*, 85 (5):1310-29.